

# 현대로템 (064350)

## 설국열차 준비완료

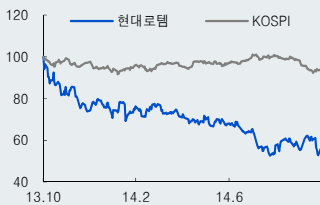
### 기계

Initiation Report  
2014.10.28

(Initiate)	매수
목표주가(원,12M)	27,100
현재주가(14/10/27,원)	21,600
상승여력	25%

영업이익(14F,십억원)	69
Consensus 영업이익(14F,십억원)	73
EPS 성장률(14F,%)	-62.0
MKT EPS 성장률(14F,%)	5.4
P/E(14F,x)	32.4
MKT P/E(14F,x)	11.9
KOSPI	1,931.97
시가총액(십억원)	1,836
발행주식수(백만주)	85
유동주식비율(%)	50.5
외국인 보유비중(%)	25.4
베타(12M) 일간수익률	-0.41
52주 최저가(원)	20,450
52주 최고가(원)	38,750

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-22.0	0.0
상대주가	0.1	-20.4	0.0



[조선,기계]

성기종  
02-768-3263  
kijong.sung@dwsec.com

### 현대로템은 이런 회사

현대로템은 1999년 산업합리화 과정에서 현대정공, 대우중공업, 한진중공업의 철도차량부문을 통합, 국내 최대의 철도차량 전문업체로 거듭났다. 이후 2001년에 현대정공의 전차(탱크) 및 기계/플랜트 사업을 통합하였고 현대 계열사로 편입되었다. 2002년에 한국철도차량 주식회사에서 현대로템으로 개명을 하였고, 2013년 10월말에 국내 증권시장에 공개되었다.

동사의 최대 사업인 철도차량은 국내 100% 독점체제를 바탕으로 지속적인 해외진출을 꾀하고 있다. 단기성장은 느리나 안정적이고 해외진출을 통한 장기성장 기대감이 높다. 방산부문은 3년 이상의 일감을 확보, 안정적이고, 장기 계단식 성장이 가능한 사업이다. 플랜트부문은 관계사의 후광 외에도 자체 해외진출을 통해 향후 성장을 이끌 최대 잠재사업이다.

### 탄탄한 경기 버팀목

동사는 호경기에 성장성이 낮은 단점이 있지만, 불경기에도 안정적인 성장이 지속되는 점이 장점으로 부각된다. 철도사업은 국내의 안정적인 사업기반을 토대로 북미, 남미, 동남아 등 해외사업을 확대하고 있다. 중기사업은 최근 K-2 전차의 본격 양산과 2016년 신규 차륜형 전차차량의 양산 계획으로 향후 10년간 계단식 성장을 담보 받았다. 플랜트사업은 현대차 그룹의 후광으로 2015년까지 수주가 확정적이고 해외진출이 활발해 지속 성장이 기대된다.

### 2014년 곡간은 가득

동사는 4분기에 K-2 전차 및 플랜트 수주 확대에 사상 최대의 신규수주(YoY 29% 약 3.8조 원) 및 수주잔고(YoY 12% 약 6.7조원)를 기록할 전망이다. 연말에 K-2전차 약 100여 대 수주로 금년 중기부문 수주는 1.1조원을 상회할 전망이다. 플랜트 부문은 기아차, 현대제철 등 관계사의 설비증설에 힘입어 큰 폭으로 증가할 전망이다. 철도차량은 해외수주가 부진하여 아쉬우나 국내 KTX와 노후 전동차 교체분 수주 증가로 안정권을 유지할 전망이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 27,100원 제시

현대로템에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 27,100원을 제시하며 조사분석을 시작한다. 동사에 대한 valuation은 각 사업부문별로 기업가치를 산정하여 이를 합산하였다. 철도차량 사업은 글로벌 주요 경쟁사와 상대 비교하여 자산가치를 산정하였다. 그리고 플랜트와 중기사업은 시장평균 가치를 적용하여 영업이익치를 산정하였다(표 14. 참조).

동사는 글로벌 경기 둔화 시 해외 수주 둔화로 성장성은 다소 낮아질 수 있으나, 국내 시장에서의 독보적인 지배력과 협력사의 지원으로 수주를 확보할 수 있는 안정성이 돋보인다. 동사는 금년 4분기의 수주 증대로 2015년까지 안정적인 실적 회복이 기대된다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	2,770	3,117	3,299	3,310	3,723	4,237
영업이익 (십억원)	133	175	174	69	181	244
영업이익률 (%)	4.8	5.6	5.3	2.1	4.9	5.8
순이익 (십억원)	68	88	119	57	129	172
EPS (원)	1,070	1,371	1,754	667	1,522	2,019
ROE (%)	6.5	8.1	8.4	3.3	7.1	8.8
P/E (배)	-	-	16.4	32.4	14.2	10.7
P/B (배)	-	-	1.4	1.0	1.0	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

## C O N T E N T S

<b>투자포인트</b>	<b>3</b>
1. 캐쉬카우 방산사업 중장기 계단식 성장 전망	3
2. 플랜트/기계 부문 그룹사 후광 효과 더욱 커진다	3
3. 수주 및 수주잔고 사상 최대	3
4. 4분기부터 턴어라운드 2015년으로 이어진다	3
5. 경쟁사대비 저평가 국면	3
<hr/>	
<b>이슈</b>	<b>4</b>
노후차량 교체시기 단축 전망	
<hr/>	
<b>회사 개요</b>	<b>5</b>
1. 현대로템의 탄생	5
2. 지배구조	5
3. 현대로템의 주요 사업	6
<hr/>	
<b>사업부별 산업전망</b>	<b>9</b>
1. 국내 철도 시장 전망	9
2. 해외 철도 시장 전망	14
3. 플랜트/기계 사업	16
4. 중기사업은 계단식 성장 전망	18
<hr/>	
<b>수주 및 영업실적 전망</b>	<b>19</b>
1. 수주 전망: 2014년 YoY 28.8% 3.8조원, 2015년 YoY -10.3% 3.4조원	19
2. 실적 전망	22
3. 분기별 영업실적 전망	23
4. 현대로템의 재무분석	25
<hr/>	
<b>Valuation</b>	<b>26</b>
투자의견 매수, 목표주가 27,100원 ← 사업부별 영업가치 합산 방식	
<hr/>	
<b>리스크 요인</b>	<b>29</b>
1. 환변동에 대응 미흡	29
2. 관계사 지원비중 커	29
3. 해외 진출시 중국과의 경쟁 치열	29

## 투자포인트

### 1. 캐쉬카우 방산사업 중장기 계단식 성장 전망

군대의 차세대 전력화 사업의 일환으로 2010년에 100대를 첫 수주하였으나 주포와 파워트레인(주요 동력계) 등의 국산화 문제로 지연되었던 **최대 숙원 사업인 차세대 K-2 전차 사업이 본궤도에 진입했다**. 2013년 말부터 제작에 들어갔으며 **연간 약 40~50대의 K-2 전차가 본격적으로 생산, 배치될 전망이다**. 금년 말 추가 수주할 약 100대(약 8,000억원)의 K-2 전차는 대부분 국산화된 부품으로 제작하게 될 전망이다. **방산사업은 중장기적으로 안정적인 수익성과 현금흐름을 보장하는 사업이다**. 또한 **차세대 차륜형 전투차량을 2016년부터 공급하면서 중장기에 걸친 계단식 성장을 할 전망이다**.

### 2. 플랜트/기계 부문 그룹사 후광 효과 더욱 커진다

현대로템의 플랜트/기계 사업은 계열사의 후광 효과에서 그룹 시너지로 발전할 전망이다. 현대차, 기아차의 해외 공장(멕시코, 중국 등) 증설로 발생하는 주요설비를 2015년까지 수주를 할 전망이다. 또한 현대제철, 현대하이스코에서 특수강 증설에 따른 설비도 수주할 것으로 보여 현대차 그룹의 설비 증설에 대한 동사의 수주는 확고하다. **향후 현대건설, 현대엠코 등과 해외 플랜트 사업 동반 진출도 가능하여 그룹차원의 후광 효과가 더욱 커질 전망이다**. 현대차 그룹의 후광 효과로 발생하는 동사의 수주는 전체의 약 70%를 차지한다.

### 3. 수주 및 수주잔고 사상 최대

동사는 **금년에 사상 최대 수주(약 3.8조원)와 수주잔고(약 6.7조원)를 기록할 전망이다**. K-2 전차 및 플랜트 부문 수주 확대가 철도차량의 수주 부진을 만회해줄 것으로 본다. 글로벌 경기침체와 불확실한 영업환경으로 **철도차량 수주는 YoY -4.2% 1.6조원이 예상된다**. 국내 전철 연장선 및 KTX 신규 수주를 포함, 중동, 터키, 동남아 등 해외 수주는 꾸준했으나, 원화강세와 경쟁심화로 대형 프로젝트 수주가 이어지지 못한 것이 아쉬웠다. **플랜트는 현대제철 특수강 설비 외에 수출 수주 증가로 YoY 38% 1.1조원이 예상된다**. 중기사업은 K-2 전차의 대규모 신규 수주에 힘입어 **YoY 128% 1.1조원이 예상된다**.

### 4. 4분기부터 턴어라운드 2015년으로 이어진다

현대로템의 **4분기에 수주 증가는 물론 영업실적도 턴어라운드**가 예상된다. 영업실적은 계절적 요인, 생산성 개선, 비용 감소, 환율 상승 등의 직간접 요인이 4분기부터 개선될 것이기 때문이다. 환율 하락으로 철도차량 부문은 성장 저하와 적자를 벗어나지 못했으나, 4분기는 생산성 증가로 흑자가 예상된다. **연초 설계를 마친 프로젝트가 본격 생산되면서 플랜트부문 매출도 증가할 전망이다**. 생산성이 향상되고 있는 K-2 전차 덕에 방산부문 매출액도 4분기에 사상 최대를 기록할 전망이다. 그리고 **2014년 수주 증가를 고려하면 2015년에도 분기별 실적 개선이 기대된다**.

### 5. 경쟁사대비 저평가 국면

현대로템의 다양한 사업부문과 특수성 때문에 경쟁사대를 찾기가 쉽지 않다. 하지만 가장 사업비중이 높은 철도차량 업체와 비교를 하면(동사의 사업부 특수성을 배제하고) 투자지표 **PBR은 1.0배로 경쟁사들(PBR 1.1~2.2배) 대비 가장 낮다**. 세계 주요 경쟁사대비 철도차량의 상대 수익성은 낮다. 하지만 동사의 경우 방산과 플랜트 부문의 성장성과 안정적인 현금흐름, 국내 시장에서 독보적인 지위 등을 고려하면 **현재 저평가 국면**이라는 판단이다.

시기총액은 10월 27일 기준 약 1.8조원이다. 2014년에 동사는 수주액 약 3.8조원, 매출액은 약 3.4조원, 2015년에 약 3.7조원의 매출이 전망되는 회사이다. 2015년 기준 동사의 **PSR은 약 0.5배 수준**이다. **상위권 경쟁사들의 PSR은 동사보다 낮으나 중하위권 업체들은 동사보다 매우 높다**. 2015년 성장성 지표는 동사가 가장 높고 수익성 개선 속도가 빠른 것을 감안하면 상대적 저평가로 볼 수 있다.

# 이슈

## 노후차량 교체시기 단축 전망

1974년 국내에 지하철이 개통된 이후 지하철 1~4호선 차량 수는 꾸준히 증가했다. 2014년 서울시 메트로에서 보유하고 있는 차량은 1,954량이다. 지금 운행하는 최고령 차량은 89년에 개통된 차량이다. 2008년~2010년에 약 550량의 전동차가 교체되었음에도 불구하고 아직 다수의 차량이 노후 되어 신차로 교체될 예정이다. 현재 운행되는 차량 중 57%에 해당하는 1,112량의 사용연수가 20년 이상의 차량이다. 일반적으로 전동차의 내구 수명은 약 25년으로 본다.

지난 상반기 세월호와 지하철 충돌사고 이후 지난 7월에 서울시와 서울메트로는 '서울지하철 운영시스템 10대 개선 방안'을 발표했다. 원문에는 노후 차량의 교체가 시급하여 2022년까지 차량 교체/수리에 약 8,885억원(수리 110억원, 교체 8,774억원)의 예산을 편성하였다. 최근 지하철 2호선에서만 3건의 사고가 발생하였다. 기존 ATS차량을 ATO차량으로 교체하는 과정에서 한 선로에 2가지 운영 신호를 사용하여 발생한 사건이다. 이로 인해 최신식 ATO차량의 교체도 앞당겨질 전망이다.

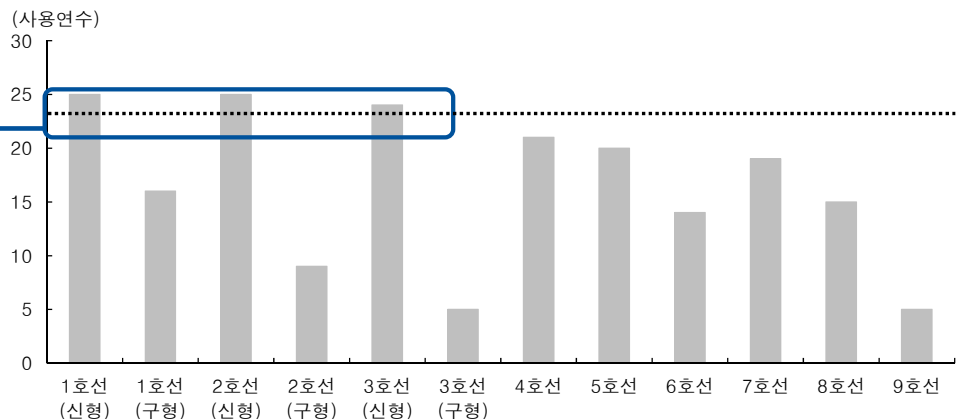
표 1. 서울시 지하철의 도입 연도와 사용연수 (량)

도입연도	사용연수	Total	1호선	2호선	3호선	4호선
1989	25	142	64	78	0	0
1990	24	126	0	67	59	0
1991	23	198	0	175	23	0
1992	22	134	0	80	54	0
1993	21	202	0	60	14	128
1994	20	310	0	20	0	290
1995	19	72	0	20	0	52
1998	16	20	20	0	0	0
1999	15	40	40	0	0	0
2002	12	36	36	0	0	0
2005	9	54	0	54	0	0
2007	7	70	0	70	0	0
2008	6	210	0	210	0	0
2009	5	270	0	0	270	0
2010	4	70	0	0	70	0
Total		1954	160	834	490	470
노후 전동차		600	64	400	136	-

세월호 사태 이후 교체수요  
2014~2015년 급증,  
내용연수도 짧아질 전망

자료: 서울시 메트로, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 지하철 호선별 평균 내용연수 (점선은 23년된 노후차량으로 교체시기 도달 표시)



자료: 서울시 메트로, 서울시 도시철도공사, KDB대우증권 리서치센터

## 회사 개요

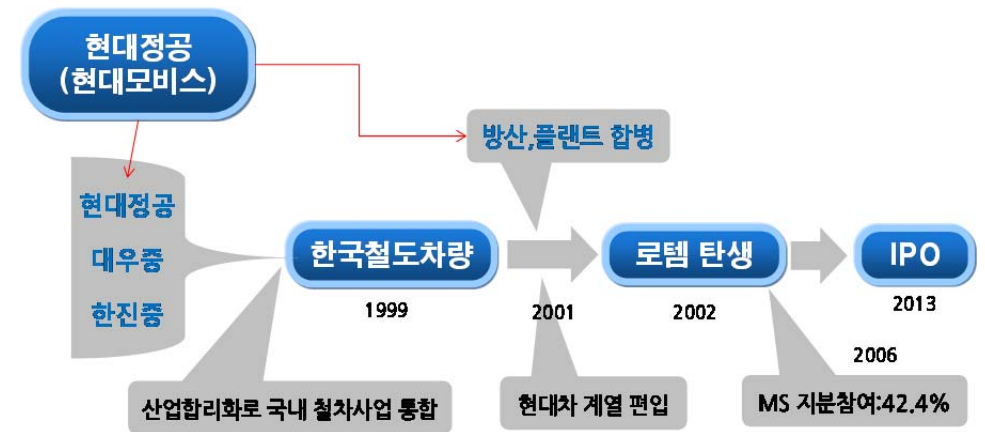
### 1. 현대로템의 탄생

현대로템은 현대자동차 그룹의 관계사인 현대정공(현 현대모비스)이 모체이다. 동사는 IMF 이후 출혈경쟁 심화로 인한 비효율성이 존재하였다. 정부주도하의 산업합리화 과정에서 현대정공, 대우중공업, 한진중공업의 철도차량 사업부가 통합하여 한국철도차량이 탄생했다. 이후 현대자동차가 이를 인수 후 현대정공의 방산부문과 플랜트 부문을 분리, 합병시켜 현재의 현대로템을 탄생시켰다. 2002년에 현대로템으로 개명을 하였고, 2013년 10월말에 국내 증권시장에 공개되었다.

### 2. 지배구조

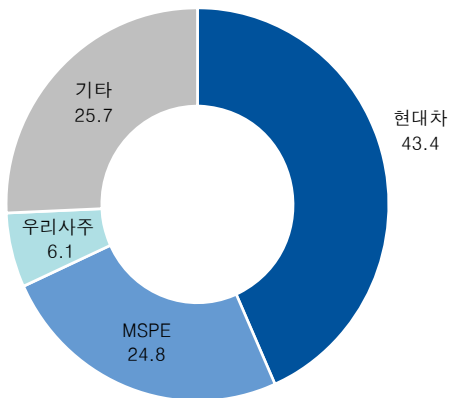
통합 당시 현대자동차는 대우중공업 지분을 인수하며 약 90%로 최대주주가 되었고, 모건스탠리 PE (Private Equity)가 한진중공업 보유지분 약 10%를 취득하여 2대주주가 되었다. 이후 모건스탠리 PE는 2006년에 3자배정 유상증자에 참여 총 42.4%를 취득하게 된다. 2013년 10월 30일 현대로템은 증권거래소에 상장하였고, 주요 주주로는 **현대차가 43.4%, 모건스탠리 PE가 24.8%를 보유하고 있다.** 동사는 미국, 터키, 브라질 등에 자회사를 설립하여 철도차량 현지생산 및 서비스를 하고 있다.

그림 2. 현대로템의 탄생 과정



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 현대로템의 지분구조 (3분기 말 기준)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 타 법인 출자 현황

(억원)

법인명	최초 취득일자	출자 목적	최초 취득 금액	지분율	총 자산
그린에어	08.12.18	제철가스 공급	59,776	51%	399,571
무인환경비전	06.10.01	환경사업	1,848	30%	20,974
우이트랜스	07.11.22	우이 경전철사업	1,852	4%	160,634
Hyundai Rotem USA corporation	04.01.22	철도 생산 및 판매	6,641	100%	115,388
Hyundai Rotem EU corporation	06.07.04	철도 생산 및 판매	1,892	51%	13,969

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

### 3. 현대로템의 주요 사업

#### (1) -1 철도차량 사업: 꾸준한 성장이 예상되는 국내 철도 산업

철도산업은 한 도시나 지역의 인프라 구축에서부터 금융까지 모든 분야를 포함하는 국가 기간산업이자 사회간접자본으로서의 성격이 강하다. 철도산업은 공익사업으로 대규모의 자금투입이 필요한 사업으로 정부나 지방자치단체가 주도하에 이루어진다. **서울시 메트로의 노후 설비 교체, 서울시 도시계획에 따른 경전철 노선 신설로 연간 8천억(2025년까지 8조원 투자 예상)의 투자가 기대된다.**

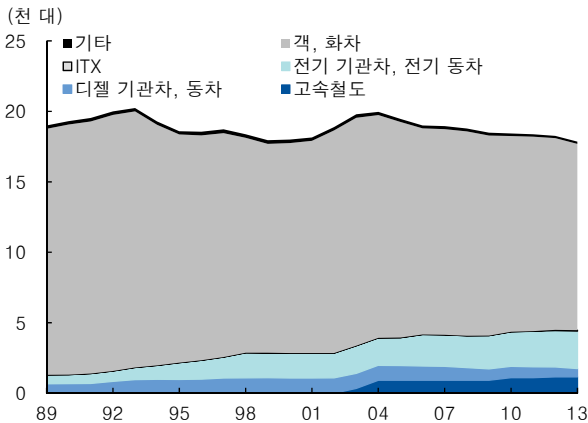
지난 2011년 정부가 제 2차 국가철도망 구축 계획(2011~2020년)을 발표하면서 KTX와 GTX(광역급행 철도망)와 같은 고속철도망 투자가 활발해지고 있다. **부문별로는 고속철도 16조원, 일반철도 46조원, 광역철도 26조원의 투자가 전망된다.**

#### (1) -2 철도차량 사업: 해외로 뻗어나가는 철도 사업

동사의 철도차량 사업은 현재 독점에 준하는 사업구조를 영위하고 있다. 당사의 제품 군으로는 과거 무동력 차량에서 고부가가치 동력차량 중심으로 전환되고 있다. 현재 동종 사양의 차종을 기준으로 고속철도 등 **글로벌 선진업체 수준의 기술력을 확보한 상황이다. 자재의 국산화 비중을 높이며 우수한 원가경쟁력까지 갖추고 있다.**

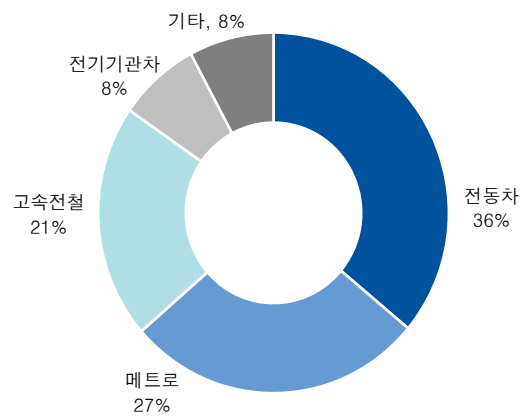
안정적인 내수 물량을 기반으로 해외 수출 중심의 글로벌 철도 기업으로 도약하는 것을 목표로 하고 있다. 이에 인도, 터키, 브라질, 미국 등 다양한 신규 수출시장에 진출하여 성공적으로 진입하였다.

그림 5. 국내 철도산업의 변화



자료: 국토교통부, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 현대로템이 제작하는 철도차량 제품군 비중



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 현대로템이 제작하는 전동차



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 현대로템이 제작하는 신형 고속전철



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

(2) -1 플랜트&기계 사업: 안정적인 그룹사 물량

동사의 플랜트/기계 사업은 자동차 생산설비 플라인을 공급할 수 있는 역량을 보유하고 있다. 국내의 경우 현대/기아 자동차 생산설비 교체 수요와 현대제철과 하이스코의 신규설비 및 기존설비 유지 보수 물량으로 안정적인 매출을 확보하고 있다. 그 동안 축적된 기술력과 전문성을 토대로 신규고객을 지속적으로 발굴하고 있다. 플랜트 사업 매출 중 비계열 사업 비중을 현재 약 20%에서 약 50%이상의 수준으로 확대해 나갈 계획이다. 수출 비중은 현재 약 20%로 비계열사 대부분을 차지한다.

(2) -2 플랜트&기계 사업: 사업영역 확대

동사는 세계 자동차 업계에서 우수한 품질과 성능을 인정받아 글로벌 완성차 업체인 Ford, GM, Renault, NISSAN 등의 자동차 생산 설비를 수행해왔다. 이 외에도 Oman 수처리 플랜트 수주 사업을 수행하였으며, 향후 인프라가 부족한 아프리카, 아시아, 중동 등 성장률 높은 지역으로 확대해 나갈 계획이다.

또한 동사는 환경, 광산, 발전 등의 기타 사업분야로 사업다각화 및 역량을 강화하고 있다. 특히 해외에서 건설경험이 풍부한 현대건설과 해외 동반진출을 꾀하고 있어 동사의 해외 진출 기대감을 높이고 있다. 중장기적으로 해외 시장 및 신규사업을 확장하여 기타 설비분야 매출비중이 플랜트 사업부의 약 50% 수준까지 끌어올릴 계획이다.

그림 9. 플랜트 부문 - 자동차 생산설비



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 플랜트 부문 - 제철설비



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 비계열사 고객기반 확장



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 신사업 분야 확대



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

**(3) -1 중기(방산) 사업: 안정적이고 꾸준한 성장 사업**

현대로템은 국내 독점적 지위의 전차 생산업체이다. 동사의 중기사업은 국방예산 규모와 육상 전력화 계획이 매출액에 큰 영향을 미친다. 국방부의 ‘2013~2017 국방중기계획’에 따르면 향후 5년간 약 199.6조원의 예산 투입과 국방개혁 및 전작권 전환 추진 등에 방위력 개선비 비중을 33.3%까지 확대시킬 계획이다. 이는 병력보다 첨단 무기 개발 및 배치에 많은 자원을 투입될 것을 의미한다. 국방 예산안과 계획안이 다소 변동/지연되고는 있지만, **자주 국방 강화, 무기 교체시기 도래 등으로 국내 방위산업은 향후에도 안정적이고 꾸준한 성장을 이어갈 전망이다.**

**(3) -2 중기(방산) 사업: 지상군 핵심 전투력으로 장기간 공급 전망**

동사는 국방 전력화와 연계하여 생산 및 납품업무를 수행하고 있다. 1986년 K1전차에서 2008년에 개발 완료한 K2전차까지 전량 공급하고 있다. K2전차는 경쟁 기종인 미국, 프랑스, 독일의 전차에 비해 최신형 개발 제품이다. 능동방호, 자동장전, 자동추적, 통합전장관리체계 등 최첨단 기술이 집약되어 있다. 자주포, 장갑차 등과 함께 지상군 핵심 전투력 증가차원에서 전력화 사업이 진행되고 있다.

이외에 2012년 11월 방위사업청으로부터 차륜형 전투차량 개발사로 선정되어 2013년부터 시제품을 제작 중이며, 2016년부터는 양산이 시작될 예정이다. 전차 기술 확산에 따른 신규 모델 공급이 증가하고 있으며, 전차의 신규 배치에 따라 장기간에 걸친 공급이 가능할 전망이다.

그림 13. 신규 개발한 K-2 전차



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. K-2 전차의 기술 경쟁력

주요기능	K2	Abram (US)	Leopard 2 (Germany)	Leclerc (France)
자동장전장치	✓	✗	✗	✓
능동방호	✓	✗	✗	✗
자동표적탐지/추적	✓	✗	✓	✗
통합전장관리 시스템	✓	✓	✓	✗
자세제어	✓	✗	✗	✗

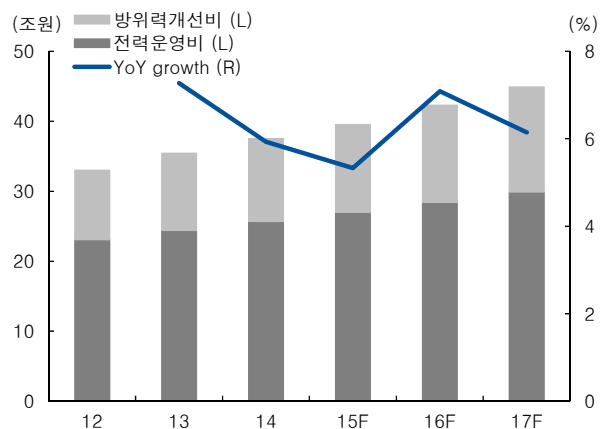
자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 2016년부터 양산될 차륜형 전투차량



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 2013 ~ 2017년 국방중기계획 투자 예산 규모



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

## 사업부별 산업전망

### 1. 국내 철도 시장 전망

#### (1) 철도차량 사업은 국내의 독점적 지위를 바탕으로 해외 진출 박차

현대로템의 철도사업은 국내에서 독보적이다. 국내 철도시장의 약 100% 점유율로 No.1의 위상을 지키고 있다. 국내 철도 시장은 KTX 신설 구간 외에 기본 도시철도의 노후 교체물량과 신규구간 등은 동사의 사업 안정성을 보장해주고 있다.

정부에서 발표한 도시 철도 계획과 국토 개발 계획, 철도의 예산 비중을 보면 철도 사업은 완만하지만 점진적인 성장이 예상된다. 국내 철도사업의 예산안은 한국의 명목GDP 성장에 준하는 투자 예산안 확대가 기대된다. 이외에 단기 성장의 핵심으로는 세월호 사태 이후 노후 차량의 교체시기가 빨라지고, 지연되었던 신설 노선의 신규 차량 수요의 대폭적인 증가로 본다.

표 2. 서울 지하철의 연차별 투자계획 (백만원)

사업명	Total	2014년	2015년	2016년	2017년 이후
1호선 전동차량 대수선	11,000	3,700	7,300	0	0
2,3호선 노후전동차 교체	877,500	100	27,300	37,700	812,400
1호선 관제센터개량	10,100	2,500	7,600	0	0
서울시 스마트통합관제센터 구축	191,800	600	10,600	9,700	170,900
지하철 내진성능보강	275,027	12,864	56,770	68,500	136,893
지하철 노후시설 재투자	362,800	28,038	97,400	104,200	133,162
5~8호선 노후승강기 교체	145,400	19,300	38,000	33,500	54,600
기타	11,245	6,532	2,361	1,181	1,171
총 합	1,884,872	73,634	247,331	254,781	1,309,126

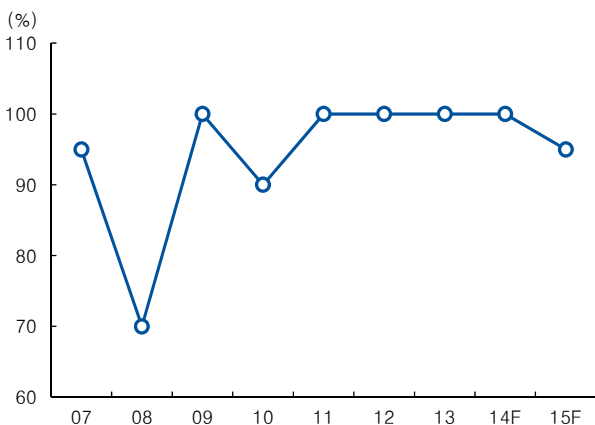
자료: 서울시 메트로, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 서울시 메트로의 지하철 차량 투자 계획 (량, 억원)

구분	합계	2호선		3호선
		1차	2차	
사업기간	14년~22년	2014~2018년	2016~2020년	2018~2022년
교체물량	650량	266량	234량	150량
소요예산	8,775억원	3,591억원	3,159억원	2,025억원

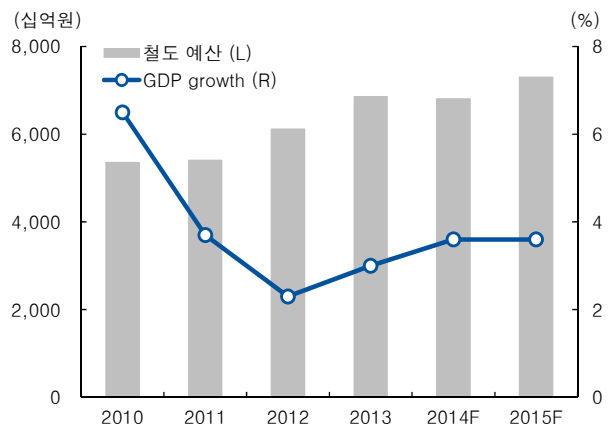
자료: 서울시 메트로, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 현대로템 국내 철도차량 점유율



자료: 현대로템, 한국철도차량공업협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 국내 GDP 성장률과 철도차량 예산안



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

(2) 수도권을 위한 선택: 도시철도 경전철 신설

서울시의 도시철도 기본계획은 포화 상태인 도심의 교통수단을 여객 수송용 도시철도(경전철)로 대체하고자 한다. 경전철 사업으로 서울 중심까지 단 시간 내에 왕래가 가능하여 접근성 확대가 기대된다. 2025년까지 5조 6,840억원을 투자할 계획으로 9개의 경전철 신규노선과 9호선 연장 노선을 계획하고 있다. 경전철 사업은 민자사업비의 비중이 커 과다 수요예측, 자원 조달 등의 문제로 지연되어 왔다. 최근 서울시에서 제도적 보완을 갖춰 수정안을 제출하면서 국토교통부의 승인이 기대된다.

표 4. 경전철 도시 계획 노선 개요 (총 사업비)

(억원)

사업명	사업규모	정거장 수	사업구간	사업비	추진 현황
우이 신설 연장선	3.50km	3개	우이동 ~ 방학동	2,890	민간 사업제안 없음, 2017년 중반 완료 예상
신림선	8.06km	11개	여의도 ~ 신림(서울대)	8,329	민간사업자와 협상중(서울대 50%) 하반기 예상
동북선	13.34km	15개	왕십리역 ~ 상계역	15,754	민간사업자 적격성 조사중 (10월 완료 예정)
면목선	9.05km	12개	청량리 ~ 신내동	8,894	감사원 지적에 따른 민자적격 재조사 검토 중
난곡선	4.13km	5개	보라매공원 ~ 난향동	3,912	민간 사업제안 없음
서부선	16.15km	16개	새절역 ~ 서울대입구역	16,191	사업 변경에 따른 수정제안 여부 검토 중
위례신사선	14.83km	11개	위례 ~ 신사	14,253	위례신도시 광역교통개선대책 확정
위례선	5.44km	12개	마천역 ~ 북정	2,384	위례신도시 광역교통개선대책 확정
목동선	10.87km	12개	신월동 ~ 당산역	9,392	민간 사업제안 없음

자료: "서울특별시 10개년 도시철도 기본계획 변경(안)", KDB대우증권 리서치센터

표 5. 서울시 10개년 도시철도 기본계획 노선의 연도별 투자계획

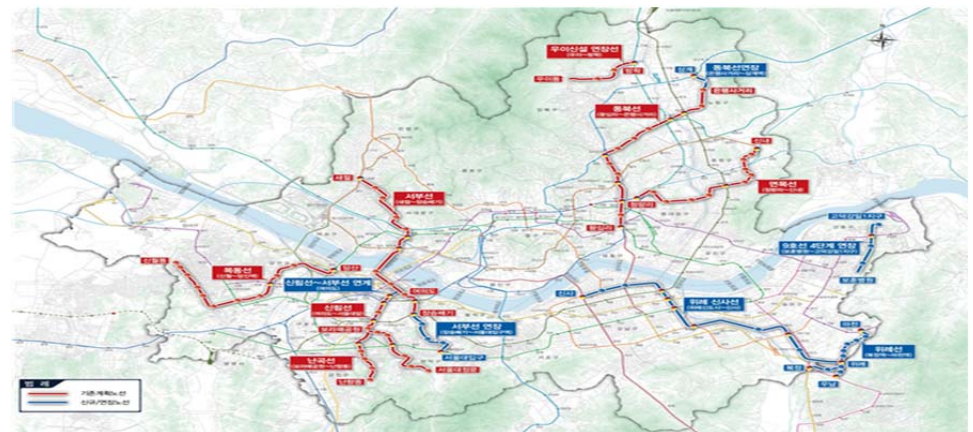
(억원)

사업명	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	계
9호선 2,3단계 연장	2,410	3,710	2,410	1,097									9,627
9호선 4단계 연장					62	84	152	250	751	1,360	1,861	1,130	5,650
도시철도 소계	2,410	3,710	2,410	1,097	62	84	152	250	751	1,360	1,861	1,130	15,277
우이 신설 연장선	330	330	330	151	72	217	361	506	289				2,586
신림선	104	416	833	1,250	1,145	416							4,164
동북선		197	788	1,575	2,363	2,166	788						7,877
면목선				222	667	1,112	1,557	889					4,447
난곡선					98	293	489	685	391				1,956
서부선							405	1,214	2,024	2,834	1,619		8,096
위례신사선							201	604	1,007	1,409	806		4,027
목동선								235	704	1,174	1,644	939	4,696
위례선								119	357	596	835	477	2,384
경전철 소계	434	943	1,951	3,198	4,345	4,204	3,801	4,252	4,772	6,013	4,904	1,416	40,233
광역철도 합계	2,844	4,653	4,361	4,295	4,407	4,288	3,953	4,502	5,523	7,373	6,765	2,546	55,510

주: <표 4>와의 금액 차는 민간 사업자가 투자하는 금액이다. <표 5>의 투자 금액은 서울시와 국가로부터의 투자 일정을 뜻한다

자료: "서울특별시 10개년 도시철도 기본계획 변경(안)", KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 도시철도 기본계획 전체 노선도



자료: "서울특별시 10개년 도시철도 기본계획 변경(안)", KDB대우증권 리서치센터

### (3) 국민 편의를 위한 선택: KTX(고속 철도)와 GTX(광역급행철도)

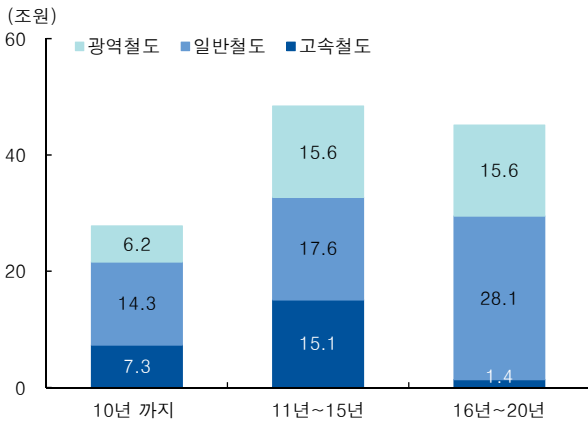
2004년 서울-부산 간 KTX가 첫 개통된 이후 신규 노선과 발주는 꾸준히 확대되고 있다. 국토교통부는 철도투자를 체계적으로 수행하기 위해 국가철도망 구축 계획을 수립하여 시행하고 있다. 지난 2006년 제 1차 국가철도망 구축 계획을 발표하고 투자 예산을 20.4조원으로 계획하였다. 2006~2010년 동안 계획된 20.4조원의 예산보다 약 11% 증가한 22.7조원을 투입되었다.

지난 2011년 제 2차 국가철도망 구축 계획을 발표, 향후 10년간 88.1조원의 예산을 철도망 구축에 투입할 것이다. 부문별로는 **고속철도 16조원, 일반철도 46조원, 광역철도 26조원**의 투자가 예상된다.

**제 2차 국가철도망 구축 계획에서는 크게 3부류로 나눌 수 있다. 첫 번째는 세 구간의 고속철도이다.** 경부 고속철도, 호남고속철도, 수도권 고속철도(수서발 KTX) 세 구간이다. 경부선과 수서발 KTX의 차량 발주는 이미 끝난 상황이다. 호남선의 경우 오송~광주 구간의 차량 발주는 진행되었지만, 광주~목포 구간의 차량은 아직 미발주 상황이다. 하지만 2017년에 완공 예정이어서 2015년 내에 발주 가능성이 높다. 이 구간의 차량 발주 예상액은 약 3,300억원 수준이다.

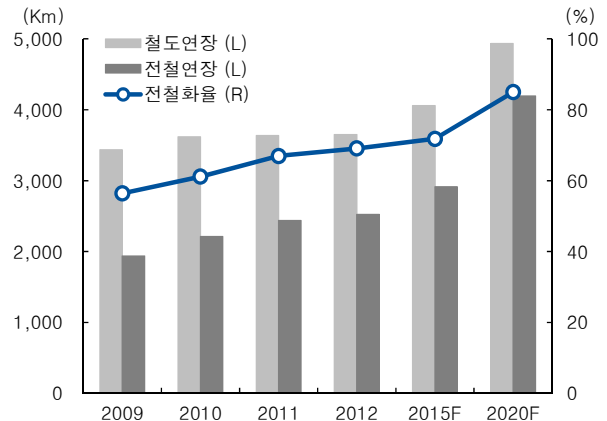
**두 번째인 일반 철도의 경우** 기존선 개량, 복선 전철화 및 신설 등으로 58개의 사업이 추진 중에 있다. 지금 현재 추진 중에 있는 철도 사업들의 라인업은 표 6.과 같다. 2016년과 2017년에 개통 예정인 철도사업 중 기수주 사업을 제외한 총 사업비는 약 20조원에 달한다. 사업비 대비 차량 신규 발주 금액은 약 15% 수준이다. **위 예상에 의하면 2016년까지 약 1조원 이상의 차량 발주가 예상된다.**

그림 20. 철도 사업 부문별 투자규모



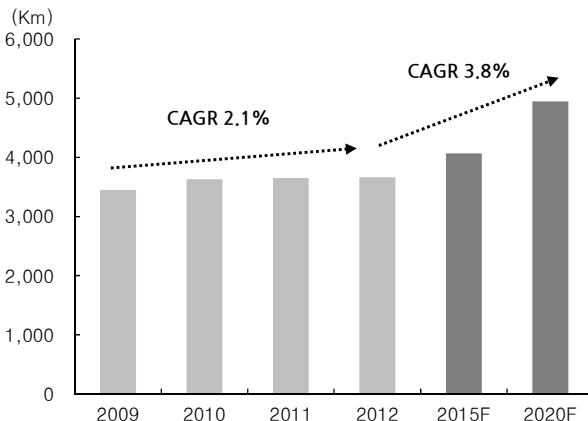
자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 연도별 연장 계획



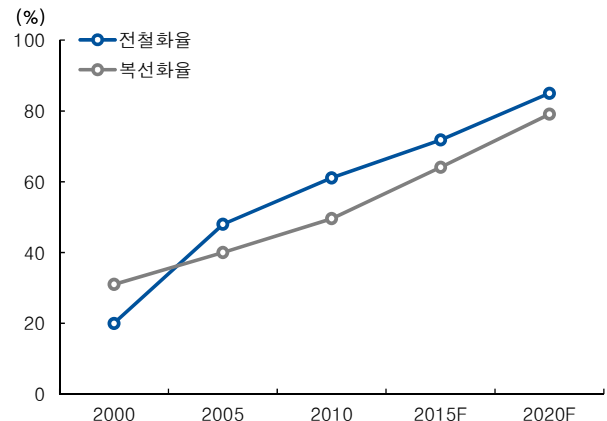
자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 국내 철도 총연장 추이 및 전망



자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 국내 철도 복선화율과 전철화율 추이 및 전망



자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

표 6. 현재 공사중인 철도 사업 리스트 (2015년~2017년)

(조원, km)

사업명	노선 구간	공사 규모 (조원)	노선 연장 (km)	사업 성격	개통 시기 (예정)
동해남부선	울산~포항	2.3	76.6	복선전철화	2015년 3월
서울지하철 9호선 (2단계)	신논현~종합운동장	2.0	4.5	신설 노선	2015년 3월
경부고속철도	대전, 대구 도심 구간	8.0	40.9	신설 노선	2015년 5월
호남고속철도	오송~광주	8.1	182.3	신설 노선	2015년 5월
대구도시철도 3호선	신남~명덕	1.0	23.9	모노레일 시행	2015년 5월
경전선	진주~광양	0.2	51.5	전철화	2015년 6월
인천도시철도 2호선	오류지구~운연동	0.6	29.3	신설 노선	2015년 7월
수도권 고속철도	수서~평택	3.7	61.0	신설 노선	2015년 8월
성남~여주선	판교~여주	1.8	57.0	복선전철	2015년 9월
수인선	송도~인천	1.4	10.4	복선전철	2015년 12월
경북선	점촌~영주	1.0	50.3	복선전철화	2015년 12월
부산 지하철 1호선	신평역~다대포	0.6	8.0	연장 노선	2016년 1월
동해선	포항~삼척	3.0	171.3	단선철도	2016년 2월
신분당선 1차 연장	정자~경기대앞	1.5	12.8	신설 노선	2016년 2월
경전선	보성~임성리	1.3	79.5	단선철도	2016년 2월
경전선	부전~마산	1.5	32.6	복선전철	2016년 3월
경인선	소서~원시	1.8	23.3	신설 노선	2016년 4월
중부내륙선	여주~문경	1.7	95.8	단선철도	2016년 9월
경인선	대곡~소사	1.4	19.6	신설 노선	2016년 12월
대구 도시철도 연장	대곡~설화	0.6	2.6	신설 노선	2016년 12월
우이 신설선	우이~신설	0.3	11.4	신설 노선	2016년 12월
포항 영일만신항 인입철도	신포항~포항영일신항	0.2	11.2	신설 노선	2016년 12월
공항철도 제2터미널 연장	인천공항 터미널 구간	0.5	5.5	신설 노선	2017년 1월
대구선	동대구~영천	1.0	33.9	복선전철화	2017년 1월
호남고속철도	광주~목포	3.6	66.8	신설 노선	2017년 6월
신림선	샛강~서울대앞	0.8	7.8	신설 노선	2017년 7월
동북선	상계동~왕십리	1.6	13.3	신설 노선	2017년 7월
영동선	동백산~도계	0.5	17.8	신설 노선	2017년 10월
장항선	익산~대야	0.5	16.5	복선전철화	2017년 10월
중앙선	원주~제천	1.5	41.1	복선전철화	2017년 10월
총합		53.9	1,258.5		2015~2017년 (예정)

주: 음영 부분은 현대로템 기수주 프로젝트

자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", 미래철도DB, KDB대우증권 리서치센터

사업타당성 검증은 문제로 진행률이 크게 미달한 세 번째인 GTX사업도 변화가 일어나고 있다. 사업 타당성 조사 결과에서 수요가 몰릴 것으로 예측된 A노선(일산~삼성)은 민간 사업자의 참여의지가 클 것으로 보인다. 사업성이 입증된 만큼 삼성~동탄 노선을 부분적으로 조기 착공할 예정이라고 밝혔다. 이후 사업성이 떨어지는 B노선(송도~청량리)과 보통인 C노선(의정부~금정)을 A노선과 묶어 발주할 계획도 있다. 2022년까지 전 노선 개통이 목표이며 총 13조원의 사업비가 들 것으로 예상된다<표 7, 그림 23. 참조>.

제 2차 국가철도망 구축 계획의 후반기인 2016년 이후 착수될 사업들은 일반 철도와 광역 철도 위주로 진행될 예정이다. 후반기 사업들도 약 45조원의 사업비가 편성되어 있어 2020년까지 해마다 1조원의 차량 발주는 무난할 것으로 보인다(사업비 대비 차량발주 금액 비율 약 15% 가정).

표 7. GTX (광역급행철도) 사업 개요

노선명	사업구간	사업내용	연장(km)	총 사업비(억원)
"수도권 광역급행철도"	일산~수서(동탄)	복선전철	46.2	46,031
	송도~청량리	복선전철	48.7	46,337
	의정부~금정	복선전철	45.8	37,270

자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

그림 24. GTX (광역철도) 제안 노선



자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

(4) 2015년 철도 투자 예산은 YoY 7.4% 증가한 7.3조원

국토교통부는 철도부분에 2014년 예산을 작년과 비슷한 총 6.8조원 집행하였고, 지난 9월에 2015년 예산을 새로이 편성하였다. 전년비 약 7.4% 증가한 총 7.3조원으로 일반철도와 철도안전 부분에 집중 편성을 하였다. 일반철도의 경우 예년과 같이 전철화율을 높여 전국 철도망을 구축하는 계획이다. 세월호 사태 이후 교통수단의 안전을 최우선으로 하게 되어 철도 안전 및 운영 부분에 많은 예산을 편성한 것으로 보인다.

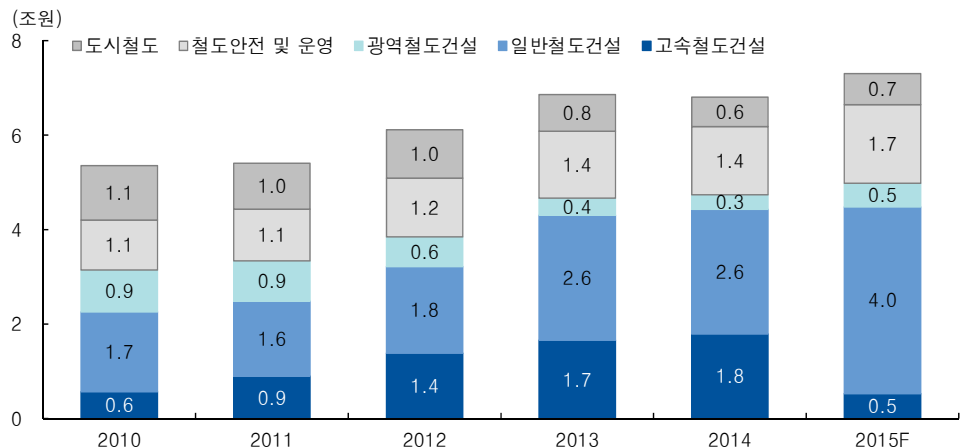
2015년에서 눈여겨 봐야할 점은 고속철도의 비중축소다. 세 곳의 KTX가 마무리 단계에 접어들며 이후의 투자 계획은 아직 수립되지 않은 것으로 보인다. 대신 일반철도의 발주량 증가가 기대된다.

표 8. 국토교통부 철도부문 예산

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
고속철도건설	5,700	9,000	13,850	16,600	17,928	5,312
일반철도건설	16,886	15,845	18,348	26,450	26,354	39,507
광역철도건설	8,896	8,560	6,290	3,616	3,135	5,029
철도안전 및 운영	10,537	10,934	12,388	14,164	14,383	16,642
도시철도	11,492	9,717	10,265	7,761	6,232	6,536
합 계	53,511	54,056	61,141	68,591	68,032	73,026

자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 국토교통부 철도부문별 예산 추이



자료: "제 2차 국가철도망 구축 계획", KDB대우증권 리서치센터

## 2. 해외 철도 시장 전망

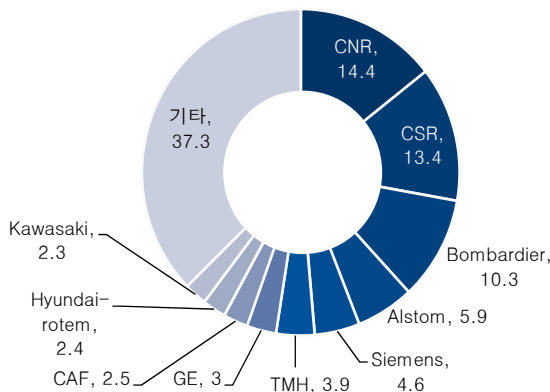
### 글로벌 시장은 무한 경쟁

Unife(유럽철도산업 협회)에 따르면 글로벌 철도 시장은 2017년까지 연평균 2.8%(CAGR) 성장하고, 2017년 예상 시장규모는 약 1,441억 달러로 전망하고 있다. 해외 철도 시장 중 78% 정도를 수출이 차지하고 있으며 이 시장이 경쟁가능 시장의 규모(약 1,124억 달러)이다. 이 중 수출 철도 차량은 48% 수준인 약 538억 달러 (연 평균 2.2% 증가)가 될 전망이다. 해외 철도 시장은 Bombardier, Alstom, Siemens가 선두 그룹을 유지하고 있다. 그 밖에 중국의 CSR, CNR은 자국 내 대량 발주를 등에 업고 철도 차량 부문의 점유율이 1,2위를 차지하고 있다. 그러나 아직 기술면에서 해외 선진 회사들에 게 못 미치는 것이 사실이다.

현대로템은 최근 기술 발전을 이루면서 선진 기술 대비 90% 이상 수준으로 올라섰다. 2013년 기준으로 1.7 조원의 철도차량 매출액을 기록하며 11위권의 점유율을 기록하였다. 세계 시장 점유율은 약 1.1%에 불과하다. 2017년에는 2.0%의 점유율을 차지하며 세계 철도 시장의 성장과 함께 2조원의 매출액을 달성할 것으로 전망된다. 향후 터키, 인도, 필리핀에서의 영향력이 점차 증가하고 있으며 중남미 지역의 브라질에서 영향력이 강화되고 있다.

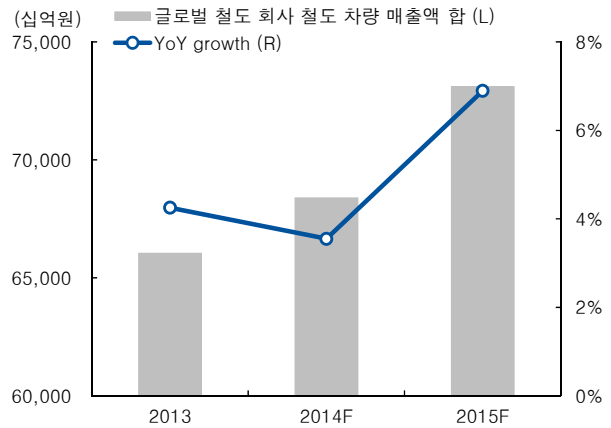
2017년까지 각 부문별 철도 시장을 보게 되면 철도 차량 시장이 연평균 2.3% 성장하며 약 538억 달러가 전망된다. 그 다음으로는 서비스가 3.2% 증가하며 약 407억 달러, 시스템과 신호 3.5% 증가하며 약179억 달러가 전망된다.

그림 26. 전세계 철도 차량 시장의 점유율 (2011년 기준, %)



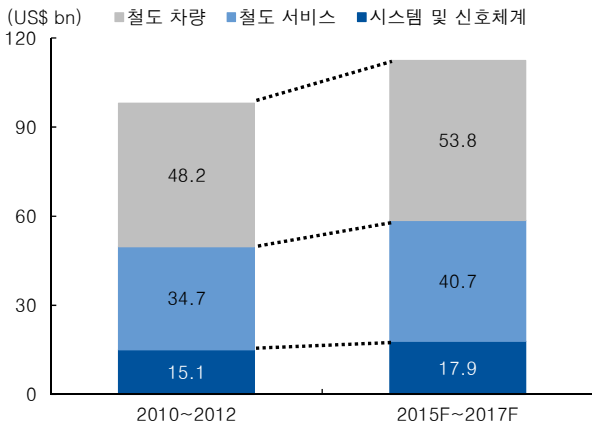
자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 전세계 철도 회사들의 철도 차량 매출액



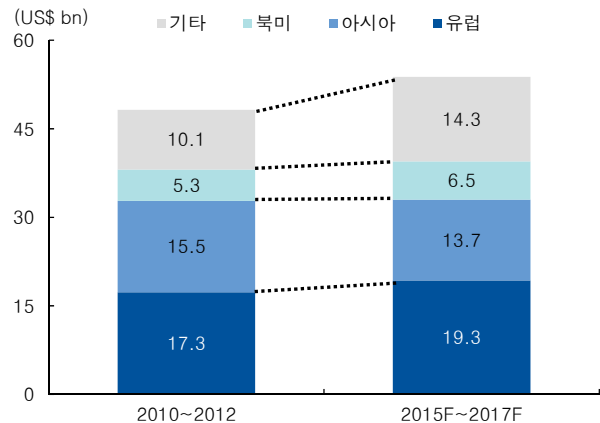
자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 전세계 부문별 철도 시장



자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 전세계 대륙별 철도 시장



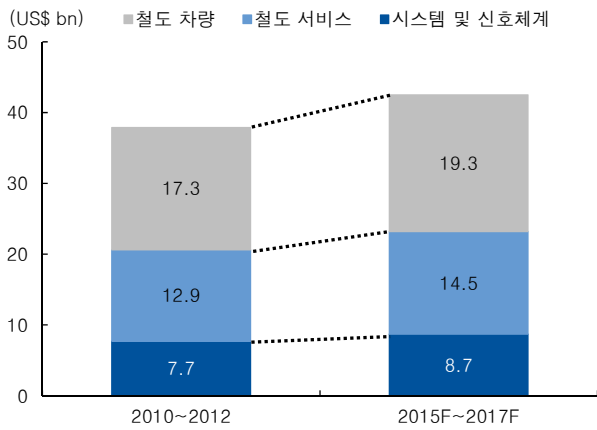
자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

각 대륙별로 나뉘보게 되면 전 세계에서 가장 큰 유럽시장은 프랑스와 독일에서 철도 공사 투자를 늘릴 것으로 보인다. 그러나 최근 위축된 유럽시장이 최대 관건이다. 유럽의 양적 완화로 위축된 시장이 점차 나아진다면 2017년까지 2.2%의 성장을 보일 것으로 전망한다. 철도 차량 시장은 연평균 2.2%의 성장을 보일 것으로 전망된다. 이는 영국의 대규모 노후 차량 교체에 대한 기대감이 반영되었다. 그 밖에 동유럽에서도 지하철 신설 노선과 인프라 구축이 예상된다.

두 번째로 큰 아시아 시장은 2017년까지 연평균 -0.6%의 역 성장과 함께 주춤할 것으로 보인다. 이는 일본의 철도 투자 계획이 대폭 감소함에 따라 영향을 받은 것으로 보인다. 중국의 성장은 지속될 것으로 보이거나 CSR, CNR에 발주가 예상되어 타 회사들에게는 큰 영향을 미치지 않을 것으로 예상된다. 그러나 인도와 호주, 동남아에서는 도시 인프라 구축 계획과 함께 대규모 철도 공사 발주가 예상된다. 현대로템도 수주 계약에 동참하여 협상 중이다.

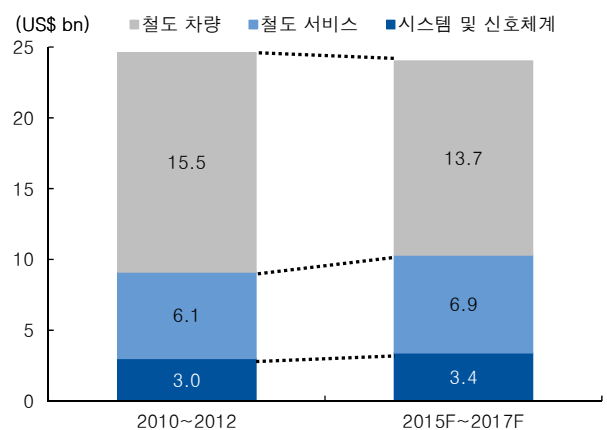
북미 시장에서 뉴욕, 샌프란시스코와 같은 중심지를 필두로 친환경 교통 수단 구축 계획을 시행하고 있어 대규모 투자가 예상된다. 그리고 외곽지역에 지하철 구축과 고속 철도 구축 계획으로 대규모 투자가 기다리고 있다. 미국의 철도 시장 투자에 힘입어 연평균 3.5%의 고속 성장에 예상되며 약 196억 달러의 철도 시장이 기대된다.

그림 30. 유럽 철도 시장의 증가와 전망



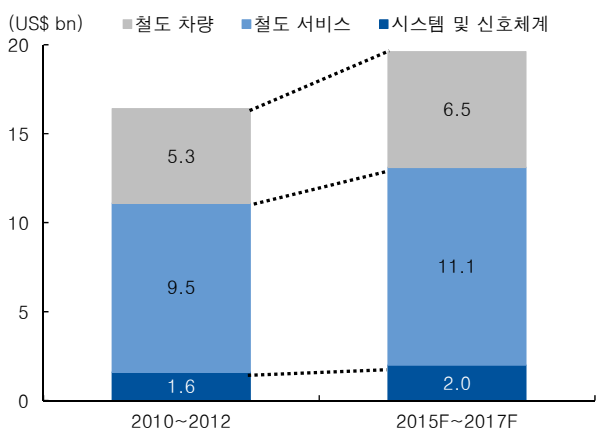
자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 아시아 철도 시장의 증가와 전망



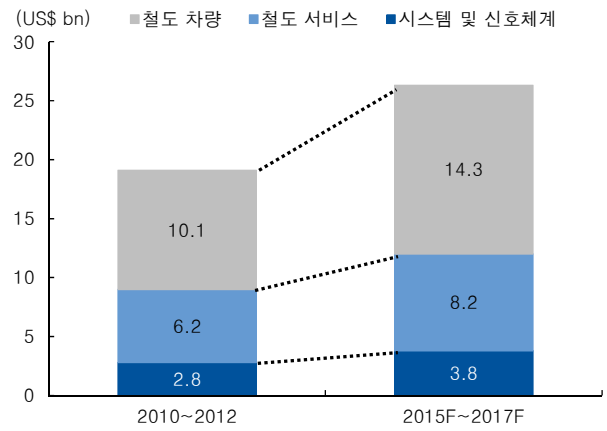
자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

그림 32. 북미 철도 시장의 증가와 전망



자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

그림 33. 기타 철도 시장의 증가와 전망



자료: UNIFE, KDB대우증권 리서치센터

### 3. 플랜트/기계 사업

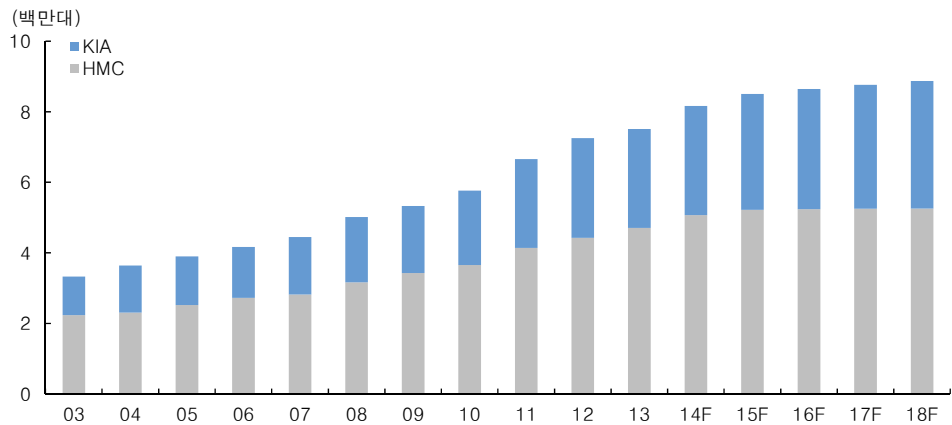
#### (1) 그룹사 자동차, 제철설비 물량을 등에 얹고 성장하는 플랜트

동사의 플랜트 사업은 자동차, 제철, 발전 등의 플랜트를 설계, 제작, 시공까지 하는 사업이다. 전 세계에서 유일하게 자동차 생산설비의 풀 라인을 공급할 수 있는 역량을 갖췄다. 현대, 기아차의 우수한 품질과 성능이 세계적으로 인정받으면서 공장 설비 업체들도 각광받게 되었다. 동사는 글로벌 완성차 제조사인 Renault, Ford, GM, Nissan 등으로부터 생산설비 수주를 지속적으로 받고 있다.

제철 설비도 많은 경험을 토대로 노하우를 축적하여 세계적인 기술력을 입증하고 있다. 2000년대 후반 포스코 특수강 설비와 현대제철 설비 사업 등으로 기술력을 입증받았다. 이후 제철 설비를 지속적으로 수행하며 플랜트 설비에 대한 노하우를 쌓아가고 있다. 입증된 기술력을 토대로 발전플랜트, 수처리설비, 광산설비, 시멘트 설비 등 사업의 다각화를 추진하고 있다.

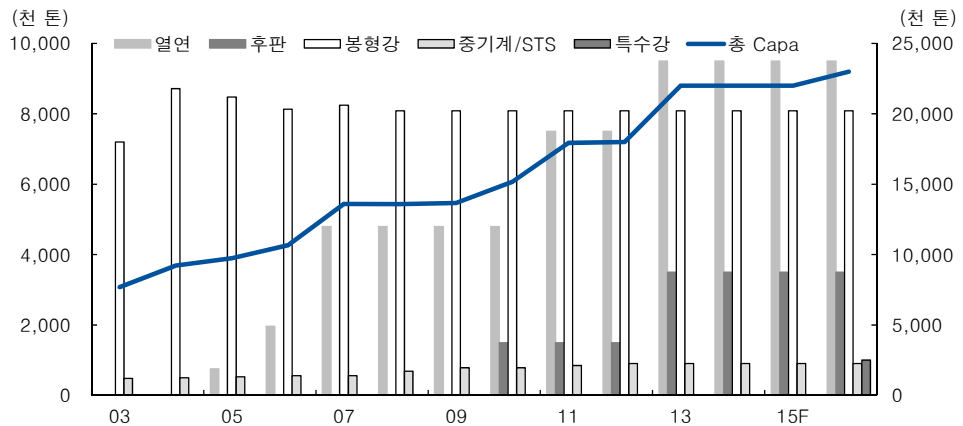
동사는 Captive 수주를 기반으로 사업의 다각화를 이뤄내면서 플랜트 사업부문을 성장 모멘텀으로 가져갈 생각이다. 과거의 플랜트 사업 부문은 자동차, 제철 설비에 집중되었지만 향후에는 현대건설, 엔지니어링과 함께 발전 플랜트의 사업 비중을 넓혀갈 계획이다. 그리고 세계에서 입증된 기술력으로 그룹사 물량의 비중을 현재 80%에서 장기적으로 40% 수준까지 줄일 계획을 가지고 있다. 동사는 고객의 다변화와 사업의 다각화를 동시에 이뤄내며 세계적인 플랜트 설비 업체로 발돋움할 전망이다.

그림 34. 현대자동차 증설 계획



자료: 현대차, 기아차, KDB대우증권 리서치센터

그림 35. 현대제철 증설 계획 (특수강 포함)



자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터

(2) 그룹사 후광 효과 확대 전망

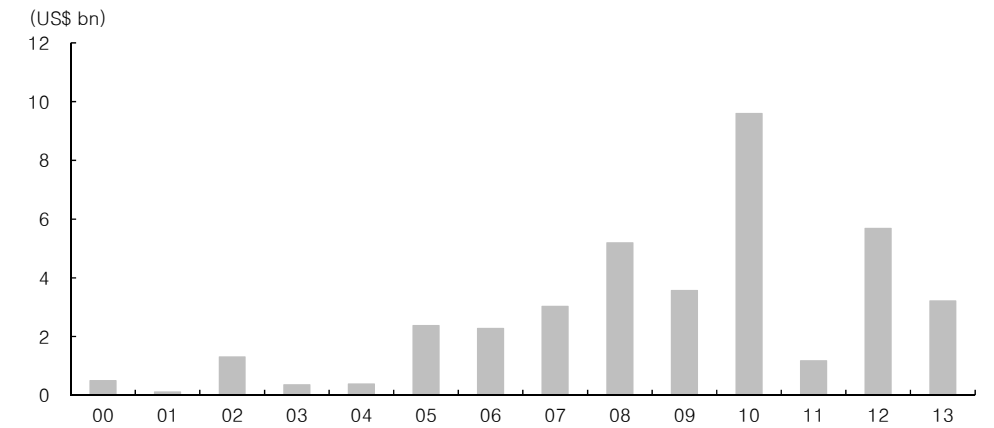
2011년 현대자동차의 생산능력은 가파르게 증가한 이후 질적성장에 초점을 맞추어 완만한 상승을 유지했다. 현재 공식적인 추가 증설 계획은 없으나, 2016년 이후 수요를 생각할 때 연 내에 추가 증설이 시작돼야한다. 현재 예상되는 곳은 공급 부족이 심한 북중미의 멕시코 기아차 공장 (30만대), 추가 수요가 예상되는 중국 충칭, 허베이 현대차 공장 (각각 30만대)이다. 이렇게 세 곳의 추가 증설이 진행될 경우 동시에 상당히 큰 호재로 작용될 전망이다. 그 밖에 기존 설비의 효율화(모듈화) 공사, 유지 보수 공사 등으로 꾸준한 수주가 기대된다.

올해 4월부터 현대제철은 특수강 전용공장 착공에 들어갔다. 총 투자금액은 8,442억원으로 책정되었으며 과거 사례로 볼 경우 약 3,000억원의 설비 수주가 예상된다. 본 신규수주는 올해 말 혹은 내년 초에 발생할 것으로 예상된다. 본 계약이 외에 향후 제철 설비 증설 계획이 없는 관계로 알려졌다. 철강업계의 극심한 초과 공급이 크게 작용한 것으로 보인다.

내년 중으로 현대건설, 현대엔지니어링과 협업하여 호주 광산 프로젝트 (약 3,000억원)를 수주할 것으로 기대된다. 본 계약을 시작으로 현대건설과의 협업이 지속적으로 증가할 전망이다. 현대건설의 국내외 플랜트 공사에 현대로템과의 협업이 예상되며 새로운 먹거리로 발돋움할 것으로 보인다.

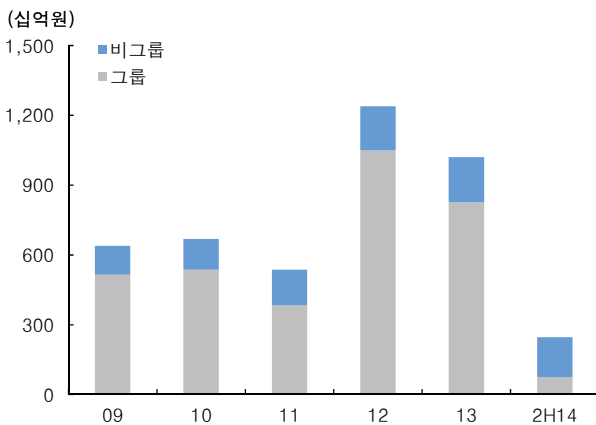
동사는 그룹사 물량 비중을 낮추기 위해 부단한 노력을 하고 있다. 2016년까지 그룹사 물량을 40%까지 줄이는 것을 목표로 하고 있다. 발전 설비, 환경 설비 등의 새로운 분야 진출을 준비하고 있다.

그림 36. 현대건설 플랜트 수주 추이



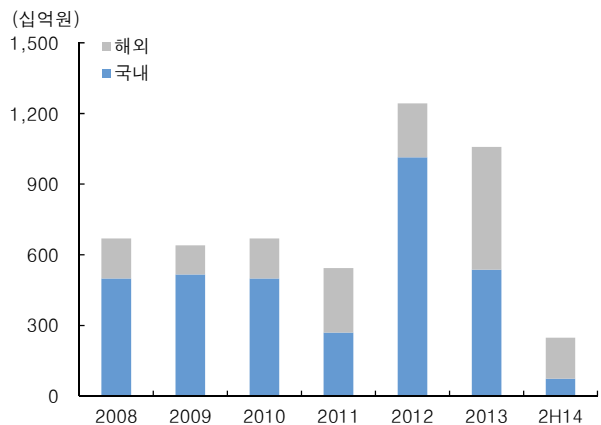
자료: 해외건설종합서비스, 현대건설, KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 현대로템의 그룹사 & 비 그룹사 수주 추이 (플랜트 부문)



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 38. 현대로템의 국내 & 해외 매출액 추이 (플랜트 부문)



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

#### 4. 중기사업은 계단식 성장 전망

##### (1) 주력 무기 전력화 시기 지연

국방부의 국방중기 계획에 따르면 향후 5년간 (2013년~2017년) 소요 재원이 연평균 6.4% 증가하는 199.6조원에 이른다. 이중 방위력 개선을 위해 약 11조원과 전력운영비 25조원 등 한 해에 약 36조원을 투입하고 있다. 지상군 전투력과 효율성을 강화하기 위해 구형장비 교체와 첨단장비 전력화는 필수이다. 이를 위해 육상 주력 중장비인 신형 탱크와 자주포, 장갑차의 신규 투입을 서두르고 있다. K-2 전차의 경우 2011년 실전배치를 계획하였으나 파워트레인 문제로 개발이 3~4년 늦어져 전력화가 지연되었다.

##### (2) K-2 전차 본격 양산 시작 → 향후 10년간 생산물량 확보

K-9 자주포의 경우 2007년에 첫 생산에 이어 현재까지 연간 약 70~80대가 생산, 실전 배치되고 있다. 군 전력화 방안에 따라 향후 2020년까지 K-9 자주포의 추가 배치가 지속될 전망이다. 현대로템이 생산하는 K-2 전차의 경우 전력화가 늦어진 만큼 생산, 배치가 시급한 상황이다. 동사는 지난해 첫 생산에 이어 금년에도 약 45대를 생산 공급할 예정이며, 향후 최소 10년동안 연간 약 50여대를 생산할 전망이다.

##### (3) 차륜형 전투차량은 2016년부터

지상군 전투력 강화를 위해 차륜형 전투차량과 30mm 차륜형 대공포의 개발도 이루어지고 있다. 이 중 동사가 생산하는 차륜형 전투차량은 2012년에 실전 배치할 계획이었으나 4년이 늦어진 2016년부터 실전배치가 가능할 전망이다. 이 차량은 동사가 두산인프라코어와의 입찰경쟁에서 수주한 것으로 개발 및 생산에 이르기까지 단독으로 진행하는 신규 사업이다.

##### (4) 계단식 성장 전망

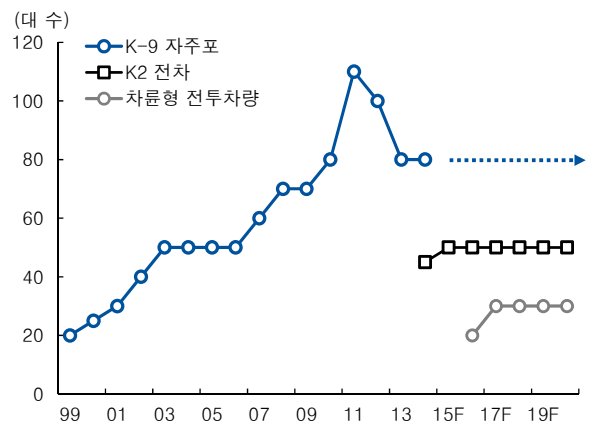
위에서 설명한 바와 같이 K-2 전차의 본격 양산에 따라 동사는 2014년부터 연간 약 4,000억원의 신규 매출이 발생한다. 또한 동사가 2016년부터 차륜형 전투차량을 본격 생산할 경우 연간 약 1,500~2,000억원의 매출 증대 효과가 발생할 전망이다. 동사의 방산부문 매출액은 2013년에 4,300억원에서 2014년에 8,300억원, 2016년에는 매출액이 약 1조원 이상으로 계단식 성장이 예상된다. 이외에 동사는 해외 진출을 꾀하고 있다. 터키에 일부 제품에 대한 기술 수출이 이루어지고 있다.

그림 39. 34개 전력에서 전력화 시기 지연



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 40. 삼성테크윈 K-9 자주포 & 현대로템 K-2 전차 생산 전망



자료: 삼성테크윈, 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

## 수주 및 영업실적 전망

### 1. 수주 전망: 2014년 YoY 28.8% 3.8조원, 2015년 YoY -10.3% 3.4조원

#### (1) 철도차량 사업: YoY -4.2% 1.6조원

현대로템의 2014년 철도차량부문 수주액은 YoY -4.2% 1.6조원이 예상된다. 3분기까지 기수주액은 약 1.1조원을 달성했다. 4분기에 국내 1, 2호선 교체차량 약 2,500억원과 9호선 연장 약 1,000억원 수주가 기대된다. 해외 수주는 중동, 터키, 인도, 동남아 지역 등에서 약 7,000억원 이상의 프로젝트 입찰이 진행 중이어서 연간 수주 목표 달성 가능성을 높여주고 있다.

#### (2) 플랜트/기계 사업: YoY 38% 1.1조원

동사의 2014년 플랜트부문 수주액은 YoY 38% 1.1조원이 전망된다. 3분기까지 약 5,634억원을 수주하였다. 동사는 현대제철의 특수강 생산설비(CGL칼라도금강관 등) 약 1,060억원 수주에 이어 4분기에 기아차 멕시코 공장, 말레이시아 부두 공사 등 약 3,600억원의 수주가 기대된다. 연초부터 기대를 모았던 중국의 충칭(30만대), 허베이(30만대) 공장 증설에 따른 생산설비 수주는 2015년 상반기로 연기될 가능성이 높아졌다.

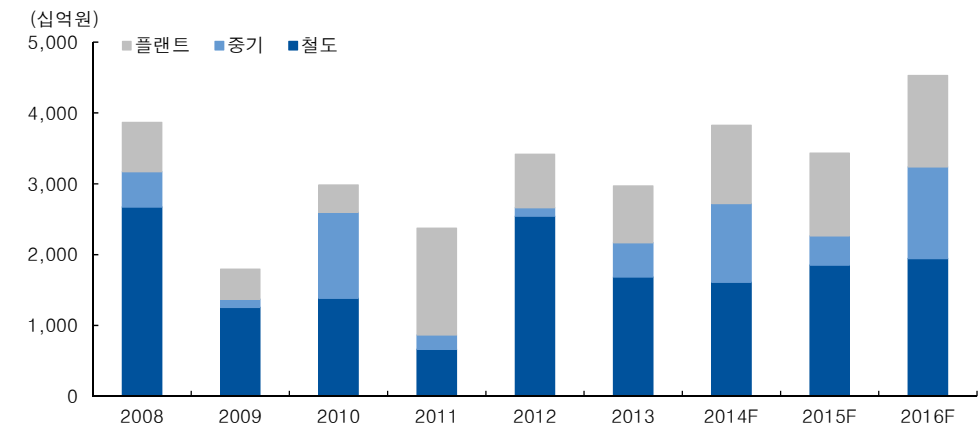
#### (3) 중기사업: YoY 128% 1.1조원

동사의 2014년 중기부분 수주액은 YoY 128% 1.1조원이 예상된다. 3분기까지 기수주액은 약 2,121억원을 달성했고, 4분기에 K-2 전차 2차 물량 약 100대분에 대한 수주가 예상되기 때문이다. 기당 약 80억원으로 추정되어 약 8,000억원의 수주가 기대된다. 이는 약 2년 이상의 공급 분으로 향후 격년인 2016년에 추가 수주(2015년 K-2 전차 발주 없음)가 기대되며 향후 최소 10년 이상 수주가 이어질 전망이다. 동사의 방산부문 금년 말 수주잔고는 약 2조원으로 늘어날 전망이다.

#### (4) 수주잔고 YoY 12% 6.7조원

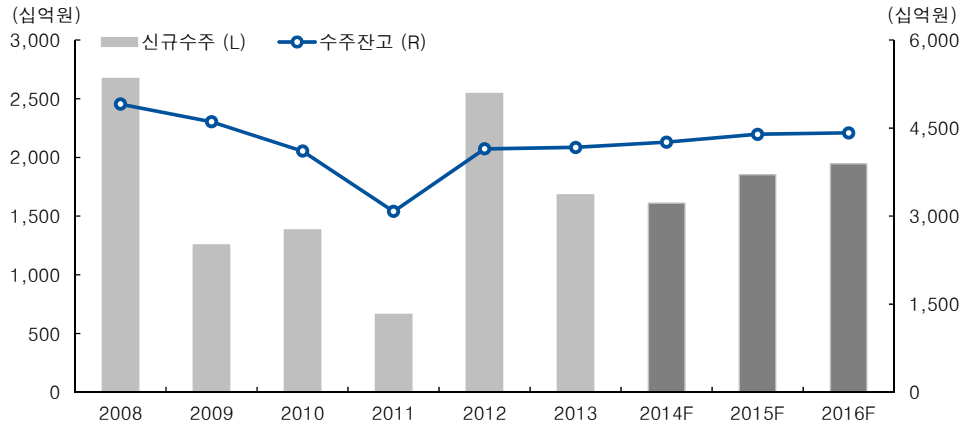
동사의 수주 잔고는 YoY 12% 증가한 6.7조원이 예상된다. 4분기에 위에서 언급한 대규모 수주 달성 가능성이 높기 때문이다. 각 사업부문별 수주가 균형 있게 증가하여 사업부문별 영업이 안정적인 것을 확인할 수 있다. 어려운 경기 여건 속에서 양호한 수주활동이 이어지는 만큼 동사의 경쟁력과 안정적인 사업이 돋보일 것으로 본다.

그림 41. 사업부문별 신규수주 추이 및 전망



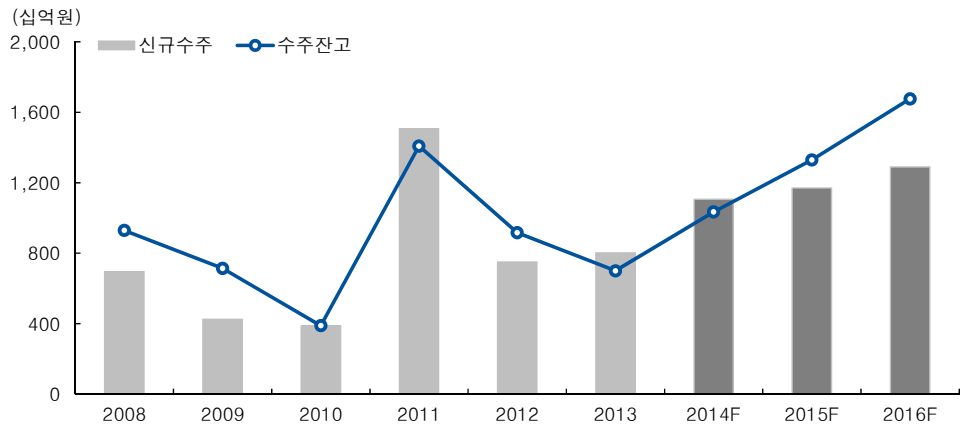
자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 42. 철도부문 신규수주 & 수주잔고 추이 및 전망



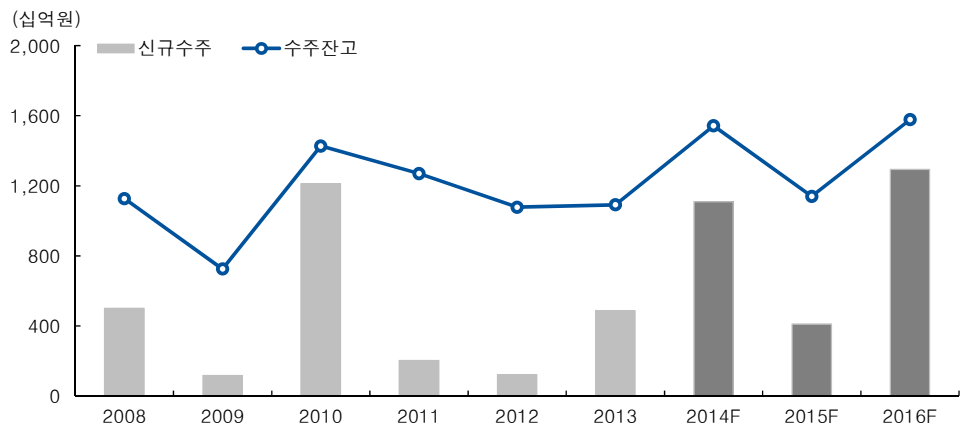
자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 43. 플랜트부문 신규수주 & 수주잔고 추이 및 전망



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 44. 중기부문 신규수주 & 수주잔고 추이 및 전망



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

표 9. 신규수주 및 수주잔고 추이 및 전망

(십억원, %)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
<b>New order</b>	<b>3,416</b>	<b>2,970</b>	<b>3,827</b>	<b>3,434</b>	<b>4,528</b>
철도	2,543	1,682	1,611	1,853	1,946
중기	122	487	1,109	411	1,293
플랜트	751	801	1,106	1,170	1,289
<b>Backlog</b>	<b>6,139</b>	<b>5,962</b>	<b>6,653</b>	<b>6,556</b>	<b>7,178</b>
철도	4,145	4,170	3,986.0	3,854.6	3,597.7
중기	1,078	1,092	1,488.9	1,066.4	1,441.5
플랜트	916	700	1,178.4	1,634.7	2,139.0
<b>New order (% yoy)</b>		<b>-13.1</b>	<b>28.8</b>	<b>-10.3</b>	<b>31.9</b>
철도 (% yoy)		-33.9	-4.2	15.0	5.0
중기 (% yoy)		298.9	128.0	-63.0	215.0
플랜트 (% yoy)		6.7	38.0	5.8	10.2

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

표 10. 현대로템 2014년 신규수주 예상 목록

(억원)

프로젝트 명	수주 금액 (억원)	수주 상황	비고
<b>철도 사업부</b>			
원강선 고속전철 150량	4,493	기수주	
한국 Korail 서울 1호선 교체차량	1,257	기수주	
수서 고속철도 차량 100량	3,242	기수주	
터키 투바사스 동차 부품공급 및 기술이전	909	기수주	
터키 트램	837	기수주	
인도 RS9 대차 외 기타	871	기수주	
당사 추가 수주 예상치 (국내외 추가 수주)	4,500		
<b>2014년 수주 예상 총액 (철도 사업부문)</b>	<b>15,500~16,500</b>		
<b>중기 사업부</b>			
K1A1외 창정비	1,326	기수주	
기타	580	기수주	
K-2전차 후속양산	9,000	예상 수주	12월 수주 예상
<b>2014년 수주 예상 총액 (중기 사업부문)</b>	<b>11,000</b>		
<b>플랜트 사업부</b>			
현대제철 CGL	1,911	기수주	
인천공항 탑승교	1,000	기수주	
석탄취급설비	1,066	기수주	
현대제철 특수강 대형압연 가열로	1,207	기수주	
GM 플랜트 프레스	538	기수주	
방글라데시 다카 상수도	390	기수주	
현대제철	1,060	기수주	
말레이시아 부두공사	1,600	예상 수주	
멕시코 기아차 증설 (30만대)	2,000	예상 수주	
당사 추가 수주 예상치	1,000	예상 수주	
현대차 증설 (30만대)	2,000~2,500	예상 수주	1H15 수주 예상
중국 허베이 현대차 증설 (30만대)	2,000~2,500	예상 수주	
<b>2014년 수주 예상 총액 (플랜트 사업부문)</b>	<b>10,500~12,000</b>		
<b>2014년 수주 예상 총액 (전 사업부문)</b>	<b>37,000~38,500</b>		

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

**2. 실적 전망: 2014년 매출액 YoY 0.3% 3조 3,100억원, 영업이익 YoY -60.6% 688억원  
2015년 매출액 YoY 12.5% 3조 7,230억원, 영업이익 YoY 163% 1,808억원**

현대로템의 2014년 연간 매출액은 YoY 0.3% 증가한 3조 3,100억원, 영업이익은 YoY -60.6% 688억원, 순이익은 YoY -53.3% 589억원이 전망된다. 이는 아래 사업부문별 영업실적을 합산하였으며, KDB대우증권의 예상 평균환율은 1,035원/달러(분기 환율은 부록 참조)이다.

2015년 동사의 매출액은 YoY 12.5% 증가한 3조 7,230억원, 영업이익은 YoY 163% 1,808억원, 순이익은 YoY 131% 1,362억원이 전망된다. 2015년은 2014년 수주 증가분이 매출로 인식되는 비중이 커져 실적 회복이 예상된다. 연간 수주액은 앞서 설명한 수주 전망치를 고려하였다.

**(1) 철도차량 사업**

철도차량사업 부문의 2014년 연간 매출액은 YoY 7.4% 증가한 1조 7,956억원, 영업이익은 YoY 98% 감소한 7억원이 전망된다. 그리고 2015년에는 매출액이 YoY 10.5% 증가한 1조 9,843억원, 영업이익은 475억원이 전망된다. 철도차량은 긴 설계기간으로 수주 후 약 1년 후부터 본격적으로 매출이 인식된다. 수출 비중 약 50%를 감안하였다. 2015년도 연간 수주액은 앞에 설명한 수주 전망치를 감안하였다.

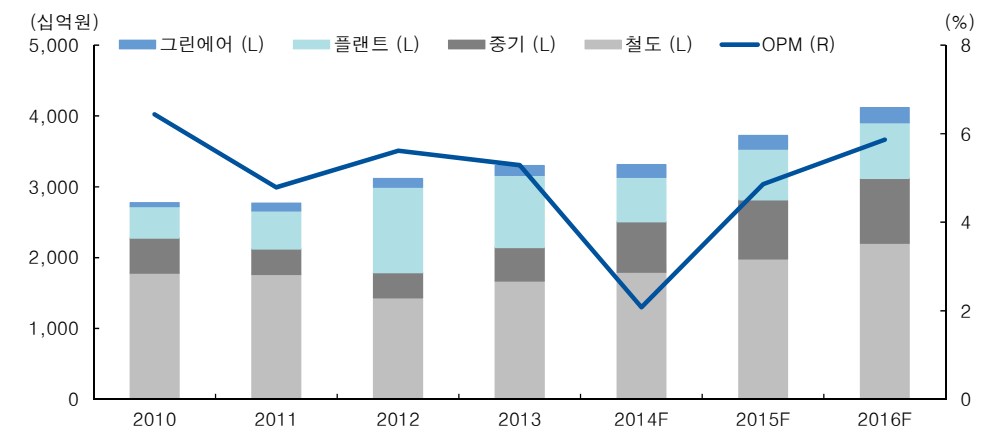
**(2) 플랜트/기계 사업**

플랜트사업 부문의 2014년 연간 매출액은 YoY -38.3% 감소한 6,276억원, 영업이익은 YoY -112% 감소한 -125억원이 전망된다. 그리고 2015년에는 매출액이 YoY 13.7% 증가한 7,138억원, 영업이익은 흑자 전환한 444억원이 전망된다. 플랜트 사업은 수주 이후 매출인식 기간이 약 6개월 정도 소요된다. 수출 비중이 약 50%임을 고려하여 동사의 실적을 추정한 것이다. 2015년도 역시 2014년과 같은 방법이며 연간 수주액은 앞에 설명한 수주 전망치를 감안하였다. 단 일부 설비의 경우 매출인식이 빨라질 수도 더 느려질 수도 있어 이에 따른 오차 발생 가능성은 높다.

**(3) 중기사업**

2014년 연간 매출액은 YoY 50.3% 증가한 7,123억원, 영업이익은 YoY 50.6% 증가한 636억원이 전망된다. 그리고 2015년에는 매출액이 YoY 16.9% 증가한 8,330억원, 영업이익은 YoY 16.9% 증가한 701억원이 전망된다. 중기 부문은 수주 이후 매출인식 기간에 큰 의미가 없다. 국방부의 방산장비 설치계획에 따라 동사의 생산, 매출이 인식되며 내수 비중이 높아 환율 변동에 큰 영향이 없다. 2015년도 연간 수주잔고와 생산계획에 따라 실적을 추정하였다.

**그림 45. 현대로템의 사업부문별 영업실적 추이 및 전망**



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

### 3. 분기별 영업실적 전망

#### (1) 철도차량 사업

철도차량 사업은 세월호사고 및 전철충돌 사고 이후 2분기부터 시작된 부품 교체작업(전수검사) 및 차량 안전강화를 위해 비용이 발생했다. 그리고 회사의 생산성 개선을 위한 설비변경 등 추가 비용이 발생하였다. 이외에 원/달러 환율 하락 영향이 3분기 실적 부진으로 이끌었다. 반면 4분기는 전분기 대비 계절적인 매출액 증가와 함께 환율이 상승했고, 2~3분기에 발생한 비용도 크게 감소하여 완만한 회복세가 예상된다.

#### (2) 기계/플랜트 사업

기계/플랜트 사업은 철도차량대비 수주 후 매출인식이 빠르게 나타난다. 전년도 하반기와 금년 1분기에 수주한 플랜트가 설계를 마치고 3분기부터 제작에 들어가기 때문에 턴어라운드 시작되는 국면이다. 단 원/달러 환율 하락으로 수익성 회복은 쉽지 않다. 역시 4분기부터 매출액 증가와 함께 환율 상승과 맞물려 턴어라운드가 기대된다.

#### (3) 중기 사업

중기사업은 3분기에 K-2 전차 생산성이 높아져 전년동기대비 실적 개선 폭이 클 것으로 추정된다. 4분기는 계절적 요인과 방산사업 결제 특성상 매출이 가장 많이 인식될 전망이다.

#### (4) 3분기 실적 Review

현대로템의 3분기에 매출액이 YoY -5.9% 7,916억원, 영업이익은 YoY -70.5% 131억원, 세전이익은 -35억원으로 적자전환하였다. 시장 컨센서스대비 하회하는 실적이다.

영업실적이 부진한 이유는 1) 환율 하락으로 철도차량사업의 수익성이 크게 낮아졌고, 2) 플랜트사업부의 일부 수주가 지연되거나 부진하여 매출액이 예상보다 감소하였기 때문이다. 반면, 방산사업은 K-2 전차의 본격적인 매출인식으로 실적이 크게 개선되었다. 세전손실이 발생한 이유는 환관련손실이 약 80억원 발생하였기 때문이다. **사업부문별 실적은 아래 표 11을 참조한다.**

표 11. 사업부문별 영업실적 (분기, 연간)

(십억원, %, %p)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014F	2015F
<b>총 매출액</b>	<b>693</b>	<b>781</b>	<b>842</b>	<b>984</b>	<b>698</b>	<b>760</b>	<b>792</b>	<b>1,060</b>	<b>798</b>	<b>863</b>	<b>878</b>	<b>1,185</b>	<b>3,299</b>	<b>3,310</b>	<b>3,723</b>
철도	320	366	422	563	403	407	403	583	441	462	438	643	1,672	1,796	1,984
중기	59	135	143	136	144	179	188	201	188	209	211	225	473	712	833
플랜트	282	251	243	242	111	135	158	223	124	149	183	258	1,018	628	714
그린에어	32	29	33	43	40	39	42	53	44	43	46	59	137	174	192
<b>총 영업이익</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>63</b>	<b>174</b>	<b>69</b>	<b>181</b>
철도	11	7	13	-2	5	-5	-4	5	6	12	11	19	29	1	48
중기	0	7	9	11	16	13	18	18	15	18	18	19	27	64	70
플랜트	29	31	19	24	-5	-6	-4	2	4	8	13	19	103	-13	44
그린에어	4	5	3	4	4	4	4	5	4	4	5	6	16	17	19
<b>OP margin</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>4.9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>44.3</b>	<b>82.9</b>	<b>10.6</b>	<b>106.8</b>	<b>38.6</b>	<b>24.3</b>	<b>31.4</b>	<b>47.9</b>	<b>47.2</b>	<b>59.2</b>	<b>63.8</b>	<b>80.0</b>	<b>244.7</b>	<b>142.3</b>	<b>250.2</b>
% YoY	12.6%	30.4%	-46.3%	-9.3%	-12.9%	-70.7%	195.3%	-55.1%	22.3%	143.7%	103.1%	66.8%	1.7%	-41.9%	75.9%
% QoQ	-62.4%	87.2%	-87.2%	904.0%	-63.9%	-37.0%	29.2%	52.6%	-1.6%	25.6%	7.7%	25.3%			
<b>Net profit</b>	<b>31.4</b>	<b>33.4</b>	<b>26.6</b>	<b>34.6</b>	<b>10.7</b>	<b>26.5</b>	<b>-2.8</b>	<b>24.5</b>	<b>20.9</b>	<b>31.0</b>	<b>34.6</b>	<b>49.7</b>	<b>126.1</b>	<b>58.9</b>	<b>136.2</b>
% YoY	24.8%	1029.2%	-27.2%	-0.1%	-65.9%	-20.7%	적전	-29.3%	95.1%	16.9%	흑전	102.9%	26.9%	-53.3%	131.1%
% QoQ	-9.6%	6.5%	-20.3%	30.0%	-69.1%	147.5%	적전	흑전	-14.7%	48.2%	11.7%	43.8%			
<b>Net margin</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.1%</b>

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

표 12. 2014년 3분기 Review

(십억원, %, %p)

	3Q13	2Q14	3Q14P		성장률	
			잠정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	842	760	792	819	-6.0	4.2
영업이익	44	6	13	21	-70.5	127.7
영업이익률	5.3	0.8	1.7	2.6	-	-
세전이익	35	32	-3	22	적전	적전
순이익	24	26	-3	17	적전	적전

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 현대호텔, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 13. 현대호텔의 분기별 수익예상

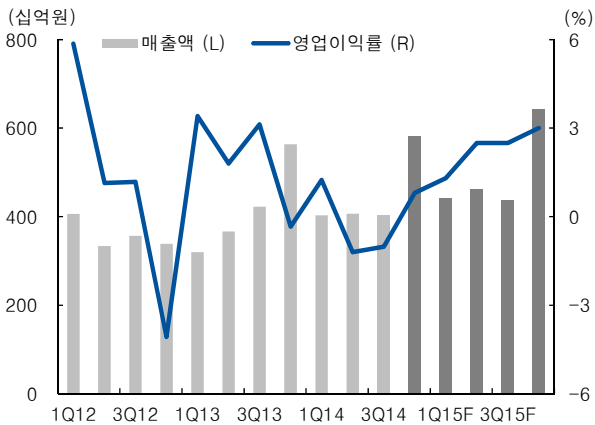
(십억원, %)

	2013				2014F				3Q14P 증가율		2013	2014F	2015F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	YoY	QoQ			
매출액	693	781	842	984	698	760	792	1,060	-6.0	4.2	3,299	3,310	3,723
영업이익	44	49	44	37	20	6	13	30	-70.5	127.7	174	69	181
세전이익	39	42	35	47	13	32	-3	30	적전	적전	164	72	167
순이익	28	32	24	35	10	26	-3	23	적전	적전	119	57	129
영업이익률	6.4	6.3	5.3	3.7	2.9	0.8	1.7	2.8	-	-	5.3	2.1	4.9
순이익률	4.5	4.3	3.2	3.5	1.5	3.5	-0.4	2.3	-	-	3.8	1.8	3.7

주: K-IFRS 연결 기준

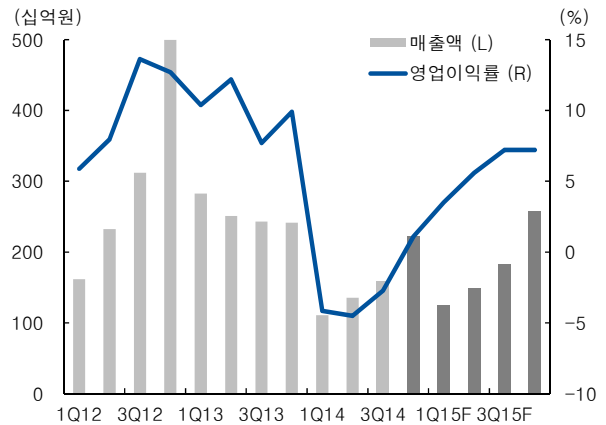
자료: 현대호텔, KDB대우증권 리서치센터

그림 46. 현대호텔의 철도사업 분기별 영업실적 전망



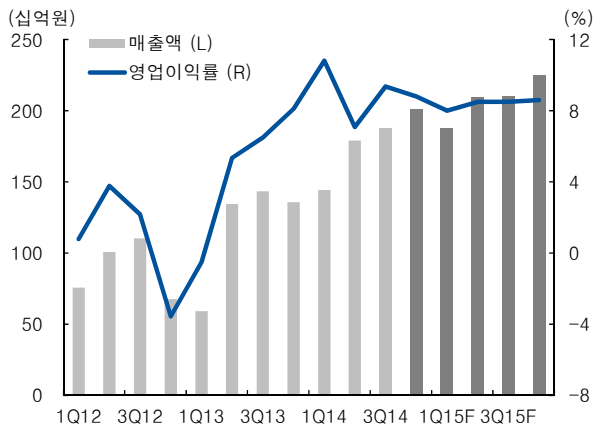
자료: 현대호텔, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. 현대호텔의 플랜트/기계 사업 분기별 영업실적 전망



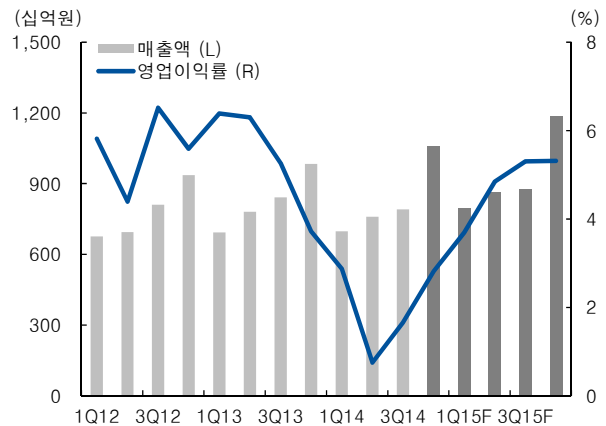
자료: 현대호텔, KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 현대호텔의 중기 사업 분기별 영업실적 전망



자료: 현대호텔, KDB대우증권 리서치센터

그림 49. 현대호텔의 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 현대호텔, KDB대우증권 리서치센터

#### 4. 현대로템의 재무분석

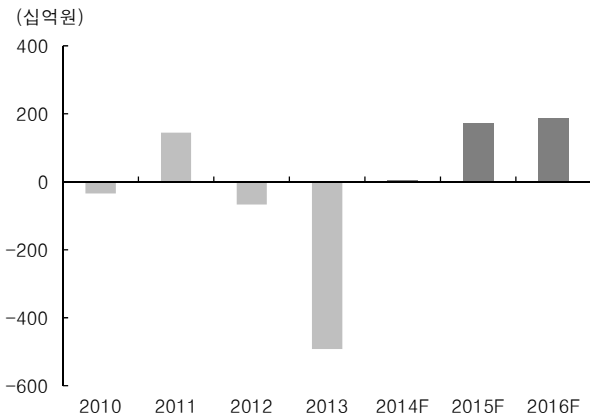
2014년은 영업실적이 다소 부진할 전망이다. 또한 중기사업을 비롯한 기존 설비의 증설과 생산성 개선을 위해 예상외의 비용이 발생하여 2014년 현금흐름은 개선 폭이 적을 전망이다. 하지만 동사는 4분기부터 실적 턴어라운드하여 2015년에는 실적 개선과 함께 현금흐름도 크게 개선될 전망이다.

현대로템의 부채비율은 2013년에 거래소 상장을 통한 약 4,000억원의 현금유입으로 139%로 크게 낮아졌다. 2014년에는 약 3,000억원의 차입금이 증가하여 운전자본이 늘어났으나 부채비율은 175%로 증가하였다. 동사는 2014년에 수주가 확대되고 향후 실적이 개선될 것으로 전망되어 2015년, 2016년에는 부채비율이 100% 중반 이하로 낮아질 전망이다.

동사의 유동비율은 2014년에 193%, 2015년에 247%로 개선이 기대된다. 부채비율과 유동비율을 통해 동사의 재무 안정성은 양호한 것으로 판단된다.

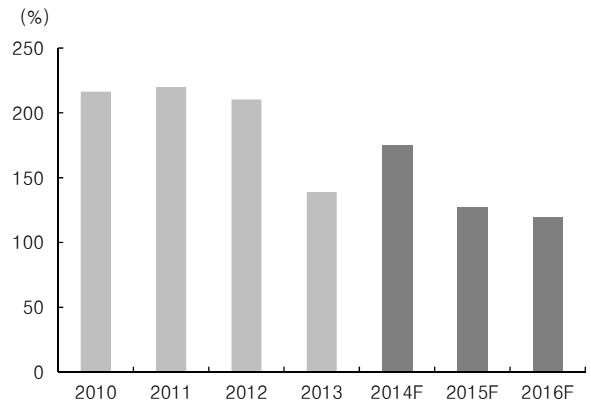
동사의 매출채권 회전율은 2011년에 3.6회에서 2013년에 7.5회, 2014년에는 9.1회로 회전율이 크게 상승하고 있다. 동사의 매출채권이 매우 순조롭게 현금화가 빨라졌음을 알 수 있다.

그림 50. 현대로템의 FCF 추이 및 전망



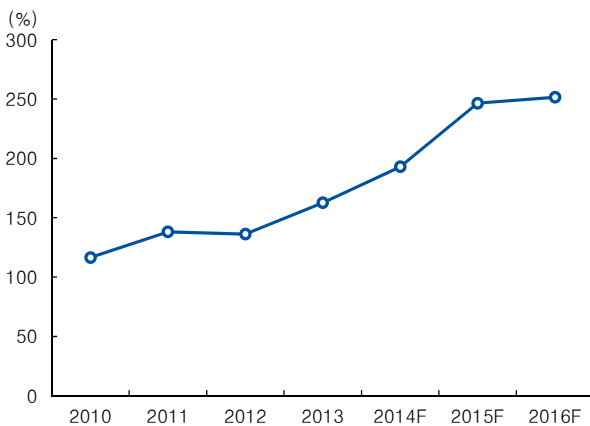
자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 51. 현대로템의 부채비율 추이



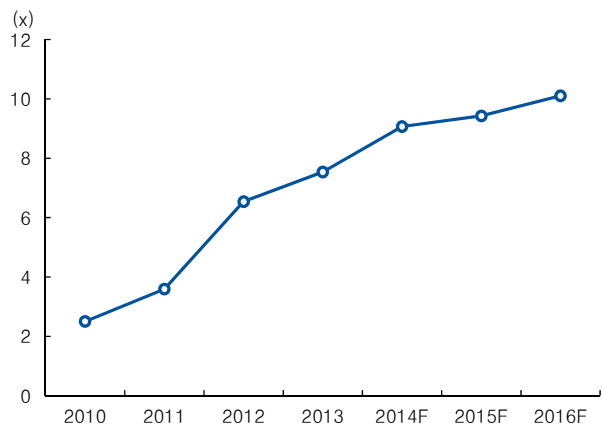
자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 52. 현대로템의 유동비율 추이



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

그림 53. 현대로템의 매출채권 회전을 추이



자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

# Valuation

## 투자의견 매수, 목표주가 27,100원 ← 사업부별 영업가치 합산 방식

현대로템은 3가지 주요 사업을 영위하고 있다. 반면 서로 연관성은 전혀 없다. 동사의 valuation 방법은 경쟁업체가 있는 철도차량사업부는 상대 자산가치를 반영하였고, 플랜트/기계와 중기 사업부는 비교할 경쟁상대가 없어 기업가치 산정하여 이를 합산하는 방법을 택하였다.

### (1) 철도차량 사업

철도차량 사업은 글로벌 주요 철도차량 경쟁업체와 자산가치를 상대비교 하였다. 경쟁사 대부분 수익 가치를 논하기엔 실적이 안정적이지 못하고 수익성이 낮아 비교하기가 어렵다. 따라서 본질가치를 고려하였고, 글로벌 경쟁회사들의 자산가치는 2015년 기준 평균 PBR 1.5배 수준으로 나타났다.

철도차량 사업부의 본질가치는 자본총계의 약 53%를 산정하였다. 이는 철도차량의 사업(매출)비중이 전체의 약 53%를 차지할 것이기 때문이다. 글로벌 경쟁사들의 평균 PBR 1.5배를 10% 할인한 1.3배를 적용한다. 이는 동사의 철도차량 부문이 글로벌 시장지배력과 경쟁력에서 부족하기 때문이다.

### (2) 플랜트/기계 사업

플랜트/기계 사업은 국내외 상장사 중 적당한 비교대상을 찾기 어려웠다. 자동화 설비와 기계제품에 가까운 플랜트 제품을 생산하기 때문이다. 이 사업부의 기업가치 산정을 위해 국내 제조업 평균 EV/EBITDA 8.0배를 적용하였다.

### (3) 중기사업

방산사업은 한국의 방위산업 특성상 장기간 수주잔고를 보유하고 있어 안정적인 현금흐름이 장점이다. 이러한 이유로 방산사업의 기업가치를 산정할 때 일반적으로 EV/EBITDA 10~12배를 적용하는 경우가 대부분이다. 동사의 중기사업은 양산 초기단계로 K-2 전차만 향후 10년 이상 공급이 가능하고, 2016년부터 신규 차륜형 전투차량도 양산을 시작하여 계단식 성장이 기대된다. 따라서 동사의 중기사업은 2015년 EBITDA 원에 EV/EBITDA 12배를 적용하였다.

현대로템의 목표주가는 27,100원이다. 위 내용을 토대로 각 사업부별 자산가치와 기업가치를 합산한 것이다. 아래 표에 각 사업부별 기업가치를 정리하였다.

표 14. 기업 가치 Valuation

		2010	2011	2012	2,013	2014F	2015F	2016F	비고
철차부문	자본총계 (십억원)	132	608	651	984	1,011	1,040	1,107	자본총계의 53% 적용
	PBR (x)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	경쟁사 평균 PBR대비 10% 할인
적정가치 - 1	EV (십억원)	132	608	651	1,280	1,314	1,352	1,439	국내시장 독보성과 안정성 고려
중기	EBITDA (십억원)	47	15	18	42	79	84	92	
	EV/EBITDA (x)	10.0	10.0	10.0	12.0	12.0	12.0	12.0	시장 가치 적용
적정가치 - 2	EV (십억원)	466	151	176	506	943	1,009	1,104	(장기 안정성과 성장성 고려)
플랜트	EBITDA (십억원)	39	49	150	113	-3	53	64	
	EV/EBITDA (x)	7.0	7.0	7.0	8.0	8.0	8.0	8.0	시장대비 10% 할증 적용
적정가치 - 3	EV (십억원)	273	344	1,048	900	-20	427	513	(안정적 수주처 고려)
기타	EBITDA (십억원)	14	29	32	29	30	31	33	
	EV/EBITDA (x)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
적정가치 - 4	EV (십억원)	136	287	324	287	301	308	326	(장기 안정성 고려)
순차입금 - 5		1,065	919	972	928	946	790	612	
총 기업가치	1+2+3+4-5	650	507	1,001	2,045	1,592	2,307	2,770	
발행주식수	(만주)	6,394	6,394	6,394	8,500	8,500	8,500	8,500	
주당가치	(원)	10,164	7,924	15,658	24,058	18,725	27,136	32,592	

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

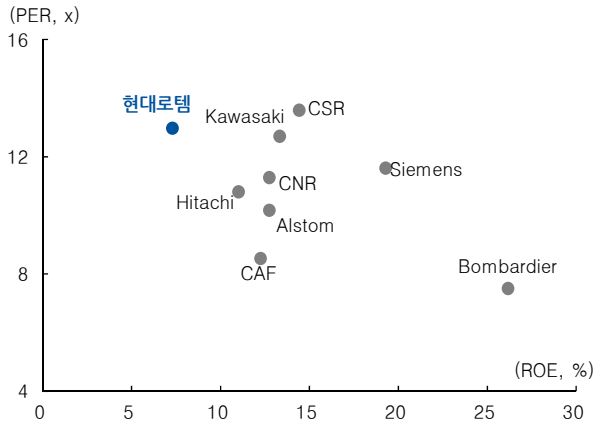
표 15. 글로벌 주요 경쟁사 투자지표 비교표

(십억원, %, x)

	HYUNDAI ROTEM	Bombardier	Siemens	Alstom	CSR	CNR	CAF	Kawasaki	Hitachi	Average	
매출액 철도 비중	54%	48%	9%	29%	72%	71%	93%	11%	9%		
시가총액 (십억원)	1,798	6,014	99,803	10,895	13,758	12,755	1,189	6,732	36,686		
매출액 (십억원)	2013	3,150	19,171	109,616	28,436	16,434	-	2,309	14,375	96,726	
	2014F	3,263	20,883	99,478	27,122	20,002	19,244	2,050	14,808	93,959	
	2015F	3,961	21,993	104,633	26,102	22,422	21,270	2,148	15,753	97,140	
매출액 증가율 (%)	2013	5.9	10.6	-2.0	0.0	8.4	5.4	-10.8	7.5	6.4	3.5
	2014F	3.6	8.9	-9.2	-4.6	21.7	-	-11.2	3.0	-2.9	1.2
	2015F	21.4	5.3	5.2	-3.8	12.1	10.5	4.8	6.4	3.4	7.3
영업이익 (십억원)	2013	180	1,067	8,075	1,947	986	-	245	676	5,453	-
	2014F	100	1,105	9,972	1,712	1,314	1,361	203	757	5,930	-
	2015F	206	1,208	11,532	1,790	1,513	1,550	255	888	6,729	-
영업이익률 (%)	2013	5.7	5.6	7.4	6.8	6.0	-	10.6	4.7	5.6	6.6
	2014F	3.1	5.3	10.0	6.3	6.6	7.1	9.9	5.1	6.3	6.6
	2015F	5.2	5.5	11.0	6.9	6.7	7.3	11.9	5.6	6.9	7.4
순이익 (십억원)	2013	108	703	6,021	1,066	750	-	152	370	2,533	-
	2014F	85	693	7,317	972	947	987	125	440	2,715	-
	2015F	143	792	8,106	1,108	1,097	1,154	142	534	3,429	-
EV/EBITDA (x)	2013	12.5	8.3	11.1	6.8	13.7	-	6.6	9.5	7.8	9.5
	2014F	17.7	7.8	9.1	6.9	10.8	10.0	7.7	8.7	7.2	9.5
	2015F	11.5	7.0	8.3	6.8	9.5	8.9	6.9	7.4	6.6	8.1
PER (x)	2013	14.0	8.8	17.1	10.5	19.5	-	8.6	18.8	15.1	14.1
	2014F	21.6	8.4	13.0	11.3	15.8	12.8	9.6	15.3	13.6	13.5
	2015F	13.0	7.5	11.6	10.2	13.6	11.3	8.5	12.7	10.8	11.0
PBR (x)	2013	1.2	2.8	2.4	1.5	2.3	-	1.1	1.9	1.5	1.8
	2014F	1.0	2.1	2.4	1.4	2.1	1.5	1.1	1.7	1.3	1.6
	2015F	0.9	1.8	2.2	1.2	1.9	1.4	1.1	1.6	1.2	1.5
PSR (x)	2013	0.6	0.3	1.0	0.4	0.9	-	3.3	0.5	0.4	0.9
	2014F	0.5	0.3	1.0	0.4	0.7	0.7	2.8	0.5	0.4	0.8
	2015F	0.5	0.3	1.0	0.4	0.6	0.6	3.1	0.4	0.4	0.8
ROE (%)	2013	8.1	37.1	14.2	13.6	12.4	-	13.1	10.3	10.6	14.9
	2014F	4.7	26.7	18.4	12.8	13.9	13.0	11.3	11.8	9.6	13.6
	2015F	7.3	26.2	19.3	12.7	14.4	12.8	12.3	13.3	11.0	14.4
ROA (%)	2013	2.9	2.4	4.0	2.1	4.3	-	3.3	3.9	2.6	3.2
	2014F	1.9	2.7	5.1	2.4	4.6	4.7	2.8	3.6	3.1	3.4
	2015F	3.1	2.9	5.9	2.1	4.8	5.0	3.1	4.0	3.9	3.9
EPS (원)	2013	1,511	394	7,113	3,571	55	-	44,362	221	528	-
	2014F	981	411	8,803	3,162	67	83	36,511	266	564	-
	2015F	1,630	459	9,824	3,518	78	94	41,307	321	709	-
BPS (원)	2013	18,157	1,259	51,290	25,333	458	-	333,375	2,278	5,140	-
	2014F	21,244	1,627	48,423	25,814	501	701	304,750	2,355	5,915	-
	2015F	22,602	1,942	51,995	29,117	560	776	329,567	2,602	6,509	-

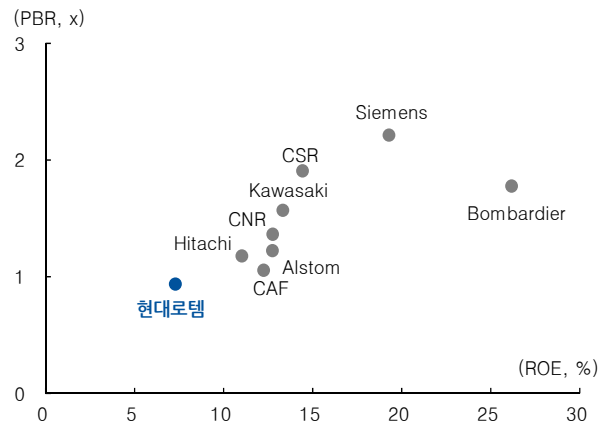
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 54. 글로벌 철도 차량 업체 PER-ROE (2015F)



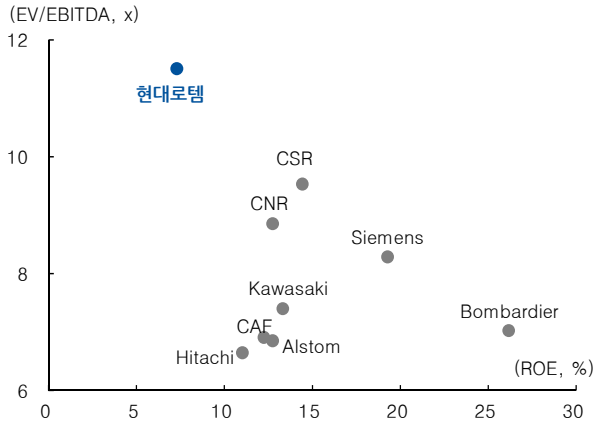
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 55. 글로벌 철도 차량 업체 PBR-ROE (2015F)



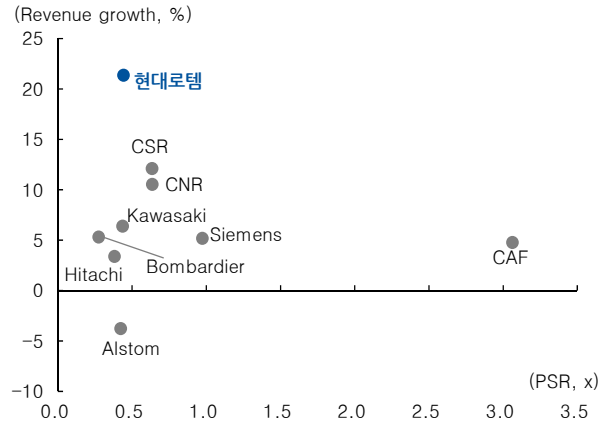
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 56. 글로벌 철도 차량 업체 EV/EBITDA-ROE (2015F)



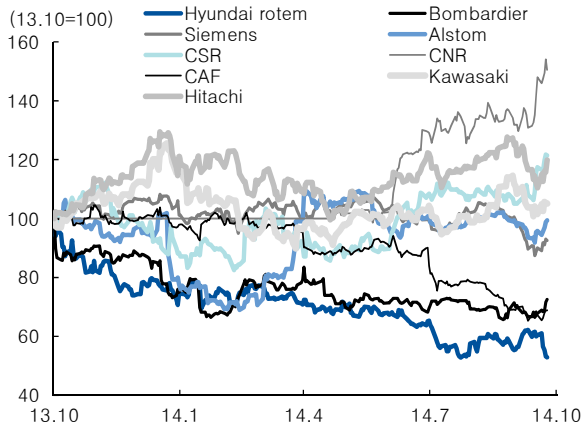
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 57. 글로벌 철도 차량 업체 매출액 증가율-PSR (2015F)



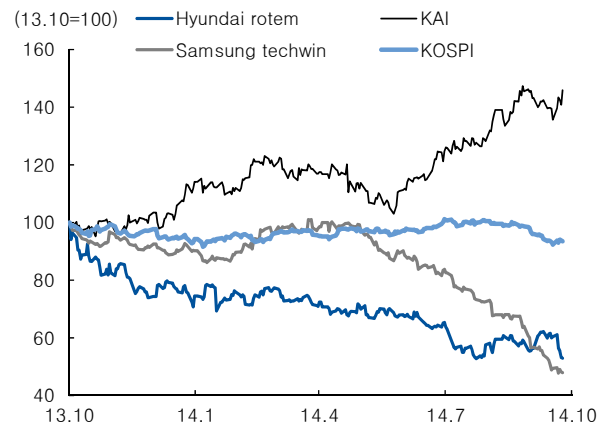
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 58. 글로벌 철도 차량 업체 주가 추이 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 59. 국내 방산 업체 주가와 KOSPI 지수 추이 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

---

## 리스크 요인

### 1. 환변동에 대응 미흡

현대로템의 수출 비중은 약 50%를 넘어섰다. 해외진출 확대 전략에 따라 향후 수출 비중은 더욱 증가할 전망이다. 하지만 최근 원/달러 환율 하락으로 동사의 수익성은 부진하였다. 수출이 증가함에도 환헤지 대응이 미흡했기 때문이다. 그럼에도 동사의 환헤지 정책은 여전히 미온적이다. 동사는 부품 수입 비중이 적고 해외 차입금 조달 외에는 선물환 등 적극적인 환헤지 전략을 사용하지 않고 있다.

### 2. 관계사 지원비중 커

현대로템의 플랜트/기계 사업부문 중 관계사가 지원하는 매출 비중이 약 80%이다. 기술력은 돈보이나 단독으로 직접 영업하는 비중이 낮다. 특히 현대/기아차로의 매출 비중이 특히 높은 편이어서 향후 증설이 이루어지지 않는다면 관계사의 지원도 한계에 다다른다고 보여진다. 이외에도 현대제철, 현대하이스코로의 매출도 큰 편이다. 향후 성장을 위해서는 스스로 극복해야 할 과제라 본다.

### 3. 해외 진출시 중국과의 경쟁 치열

현대로템은 철도차량 해외진출 확대를 위해 최대한의 노력을 기울이고 있다. 대규모 잠재 시장에 진입하기 위해 미국, 터키, 브라질에 생산 공장을 직접 설립하거나 서비스업을 운영하고 있다. 경쟁력을 키우기 위함인데 여전히 중국 업체들의 해외 진출이 걸림돌로 작용하고 있다. 중국 내에서 대규모 철도차량 제작 경험을 바탕으로 빠르게 경쟁 격차를 줄이며 해외 시장에서 갖은 격들이 예상된다. 미국 시장은 물론 세계 각지에서 맞서야 할 가장 걸끄러운 경쟁자임에 틀림없다.

현대호텔 (064350) 예상 포괄손익계산서

(십억원)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F	06/14	09/14F	12/14F	03/15F
<b>매출액</b>	<b>2,770</b>	<b>3,117</b>	<b>3,299</b>	<b>3,310</b>	<b>3,723</b>	<b>4,237</b>	<b>760</b>	<b>792</b>	<b>1,060</b>	<b>798</b>
<b>매출원가</b>	<b>2,505</b>	<b>2,791</b>	<b>2,967</b>	<b>3,065</b>	<b>3,346</b>	<b>3,775</b>	<b>715</b>	<b>737</b>	<b>975</b>	<b>727</b>
<b>매출총이익</b>	<b>265</b>	<b>326</b>	<b>332</b>	<b>245</b>	<b>377</b>	<b>462</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>85</b>	<b>71</b>
<b>판매비와관리비</b>	<b>132</b>	<b>151</b>	<b>158</b>	<b>176</b>	<b>197</b>	<b>218</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>41</b>
<b>조정영업이익</b>	<b>133</b>	<b>175</b>	<b>174</b>	<b>69</b>	<b>181</b>	<b>244</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>영업이익</b>	<b>133</b>	<b>175</b>	<b>174</b>	<b>69</b>	<b>181</b>	<b>244</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-56</b>	<b>-50</b>	<b>-11</b>	<b>3</b>	<b>-14</b>	<b>-29</b>	<b>27</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>
금융손익	-60	-53	-54	-40	-34	-29	-11	-10	-9	-9
외화관련손익	-2	17	30	15	16	0	1	-7	0	-4
기타비영업손익	6	-14	13	28	4	0	37	0	9	9
관계기업등 투자손익	1	1	1	-3	0	0	0	-1	-2	0
세전계속사업손익	77	125	164	72	167	215	32	-3	30	26
계속사업법인세비용	9	25	38	13	30	39	6	-1	5	5
계속사업이익	68	99	126	59	136	176	27	-3	25	21
중단사업이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
*법인세 효과	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>당기순이익의 귀속</b>	<b>68</b>	<b>99</b>	<b>126</b>	<b>59</b>	<b>136</b>	<b>176</b>	<b>27</b>	<b>-3</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
지배주주	68	88	119	57	129	172	26	-3	23	20
비지배주주	0	12	7	2	7	4	1	0	1	1
<b>총 포괄이익의 귀속</b>	<b>51</b>	<b>72</b>	<b>130</b>	<b>58</b>	<b>136</b>	<b>176</b>	<b>26</b>	<b>-3</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
지배주주	51	62	123	57	133	172	25	-3	24	20
비지배주주	0	11	7	2	3	4	1	0	1	0
EPS (원)	1,070	1,371	1,754	667	1,522	2,019	304	-31	274	234
EBITDA	201	241	245	142	250	309	25	33	48	48
유형자산감가상각비	61	54	58	62	59	55	16	16	15	15
무형자산상각비	7	11	12	11	10	10	3	3	3	3
<b>이익률</b>										
매출총이익 (%)	9.6	10.5	10.1	7.4	10.1	10.9	5.9	6.9	8.0	8.9
조정영업이익 (%)	4.8	5.6	5.3	2.1	4.9	5.8	0.8	1.8	2.8	3.8
EBITDA (%)	7.3	7.7	7.4	4.3	6.7	7.3	3.3	4.2	4.5	6.0
지배주주귀속 순이익 (%)	2.5	2.8	3.6	1.7	3.5	4.1	3.4	-0.4	2.2	2.5
<b>증가율(YoY)</b>										
매출액 (%)	0.0	12.5	5.8	0.3	12.5	13.8	-2.7	-5.9	7.7	14.3
조정영업이익 (%)	-28.1	31.6	-0.6	-60.3	162.3	34.8	-87.8	-68.9	-16.7	57.9
EBITDA (%)	-15.9	19.9	1.7	-42.0	76.1	23.6	-69.9	200.0	-54.7	26.3
지배주주귀속 순이익 (%)	3.0	29.4	35.2	-52.1	126.3	33.3	-18.8	적전	-34.3	100.0
주당순이익 (%)	3.3	28.1	27.9	-62.0	128.2	32.7	N/A	N/A	-37.4	96.6
<b>기타비율</b>										
판매비/매출액 (%)	4.8	4.8	4.8	5.3	5.3	5.1	5.1	5.2	5.2	5.1
법인세율 (%)	11.7	20.0	23.2	18.1	18.0	18.1	18.8	33.3	16.7	19.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	2.9	2.9	1.3	3.3	6.1	0.5	1.1	2.0	1.9

자료: 현대호텔, KDB대우증권 리서치센터

현대로템 (064350) 예상 재무상태표

(십억원)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
<b>유동자산</b>	<b>1,856</b>	<b>1,976</b>	<b>2,577</b>	<b>3,436</b>	<b>3,036</b>	<b>3,259</b>
현금 및 현금성자산	193	113	117	899	348	420
매출채권 및 기타채권	464	533	385	404	436	460
재고자산	150	158	193	223	235	247
기타유동자산	1,049	1,172	1,882	1,910	2,017	2,132
<b>비유동자산</b>	<b>1,680</b>	<b>1,694</b>	<b>1,698</b>	<b>1,661</b>	<b>1,615</b>	<b>1,572</b>
관계기업투자등	1	1	2	2	2	2
유형자산	1,393	1,392	1,428	1,360	1,321	1,286
무형자산	141	150	154	178	167	157
기타비유동자산	145	151	114	121	125	127
<b>자산총계</b>	<b>3,536</b>	<b>3,670</b>	<b>4,275</b>	<b>5,097</b>	<b>4,652</b>	<b>4,831</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,344</b>	<b>1,451</b>	<b>1,583</b>	<b>1,793</b>	<b>1,397</b>	<b>1,491</b>
매입채무 및 기타채무	386	467	454	480	516	546
단기금융부채	359	388	505	738	238	238
기타유동부채	599	596	624	575	643	707
<b>비유동부채</b>	<b>1,087</b>	<b>1,036</b>	<b>902</b>	<b>1,466</b>	<b>1,292</b>	<b>1,211</b>
장기금융부채	805	761	602	1,162	962	862
기타비유동부채	282	275	300	304	330	349
<b>부채총계</b>	<b>2,431</b>	<b>2,487</b>	<b>2,485</b>	<b>3,259</b>	<b>2,689</b>	<b>2,703</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,052</b>	<b>1,114</b>	<b>1,714</b>	<b>1,759</b>	<b>1,878</b>	<b>2,039</b>
자본금	320	320	425	425	425	425
자본잉여금	37	37	408	408	408	408
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	0
이익잉여금	696	759	882	928	1,047	1,208
<b>비지배주주지분</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>89</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,105</b>	<b>1,183</b>	<b>1,790</b>	<b>1,837</b>	<b>1,963</b>	<b>2,128</b>
<b>평균발행주식수(천주)</b>	<b>63,940</b>	<b>63,940</b>	<b>67,864</b>	<b>85,000</b>	<b>85,000</b>	<b>85,000</b>
<b>활동성 지표</b>						
매출채권 회전을 (회)	3.6	6.5	7.5	8.9	9.4	10.0
재고자산 회전을 (회)	14.1	20.3	18.8	15.9	16.2	17.6
매입채무 회전을 (회)	8.2	7.6	7.5	7.9	8.1	8.6
운전자본회전을 (회)	4.2	4.6	3.2	2.4	2.6	2.8
총자산회전을 (회)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
<b>안전성 지표</b>						
현금성자산/자산총계 (%)	5.5	3.1	2.7	17.6	7.5	8.7
유동비율 (%)	138.2	136.2	162.7	191.6	217.4	218.5
부채비율 (%)	220.0	210.2	138.9	177.4	137.0	127.0
순차입금/자기자본 (%)	83.2	82.1	51.9	51.5	40.3	28.8
<b>수익성 지표</b>						
ROA (%)	2.0	2.8	3.2	1.3	2.8	3.7
ROE (%)	6.5	8.1	8.4	3.3	7.1	8.8
ROIC (%)	5.2	6.1	5.0	1.9	4.9	6.6

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

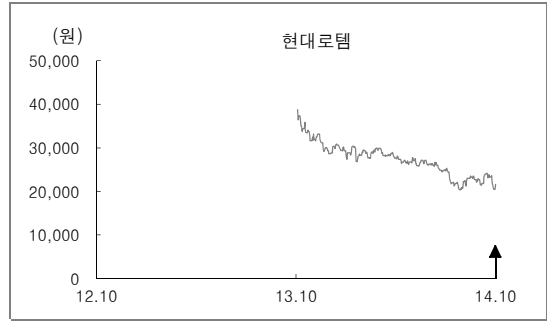
현대로템(064350) 예상 현금흐름표

(십억원)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>198</b>	<b>25</b>	<b>-409</b>	<b>9</b>	<b>189</b>	<b>211</b>
당기순이익	68	99	126	59	136	176
비현금수익비용가감	184	179	181	139	134	133
유형자산감가상각비	61	54	58	62	59	55
무형자산상각비	7	11	12	11	10	10
기타	116	114	111	66	65	68
영업활동으로인한자산및부채의변동	10	-183	-644	-121	-16	-30
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-143	-91	-456	-75	-29	-23
재고자산 감소(증가)	92	-8	-37	-30	-12	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	38	112	-72	-56	30	26
기타자산, 부채변동	23	-196	-79	40	-5	-21
법인세납부	-3	-14	-20	-27	-30	-39
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-68</b>	<b>-125</b>	<b>-24</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-28</b>
유형자산처분(취득)	-14	-89	-83	9	-20	-20
무형자산감소(증가)	-50	-30	-22	0	0	0
장기금융자산의 감소(증가)	-1	-1	39	-2	-3	-2
단기금융자산의 감소(증가)	-15	-13	2	7	-6	-6
기타투자활동	12	8	40	-37	-1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-19</b>	<b>24</b>	<b>441</b>	<b>797</b>	<b>-711</b>	<b>-111</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-20	-14	-42	793	-700	-100
자본의 증가(감소)	0	0	476	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	-11	-11	-11
기타재무활동	1	38	7	15	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>110</b>	<b>-80</b>	<b>3</b>	<b>783</b>	<b>-551</b>	<b>72</b>
기초현금	83	193	113	117	899	348
기말현금	193	113	117	899	348	420
<b>EBITDA</b>	<b>201</b>	<b>241</b>	<b>245</b>	<b>142</b>	<b>250</b>	<b>309</b>
(-)CAPEX	53	91	83	29	20	20
(-)법인세	3	14	20	27	30	39
(-)순이자비용	60	53	54	40	34	29
(-)운전자본증감	627	736	1,320	1,426	1,468	1,518
(=) FCF (Free Cash Flow)	144	-67	-492	-20	169	191
<b>Per Share Data</b>						
EPS (원)	1,070	1,371	1,754	667	1,522	2,019
BPS (원)	16,457	17,419	20,159	20,696	22,093	23,987
CFPS (원)	3,941	4,349	4,526	2,326	3,181	3,639
DPS (원)	0	0	125	125	125	125
<b>Valuation</b>						
P/E (x)	-	-	16.4	32.4	14.2	10.7
P/B (x)	-	-	1.4	1.0	1.0	0.9
P/CF (x)	-	-	6.4	9.3	6.8	5.9
EV/EBITDA (x)	-	-	14.1	20.1	10.8	8.2

자료: 현대로템, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
현대로템(064350)	2014.10.28	매수	27,100원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

- 비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 현대로템의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.