

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com

## Company Data

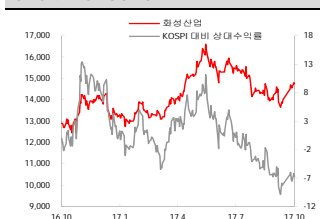
|          |          |
|----------|----------|
| 자본금      | 623 억원   |
| 발행주식수    | 1,245 만주 |
| 자사주      | 74 만주    |
| 액면가      | 5,000 원  |
| 시가총액     | 1,830 억원 |
| 주요주주     |          |
| 이인중(외27) | 41.00%   |

|        |        |
|--------|--------|
| 외국인지분율 | 15.30% |
| 배당수익률  | 4.60%  |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(17/10/18) | 14,700 원   |
| KOSPI        | 2484.37 pt |
| 52주 Beta     | 1.01       |
| 52주 최고가      | 16,600 원   |
| 52주 최저가      | 12,450 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 6 억원       |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가  | 상대주가  |
|-------|-------|-------|
| 1개월   | 3.5%  | -0.6% |
| 6개월   | 5.0%  | -9.3% |
| 12개월  | 14.3% | -6.7% |

화성산업 (002460/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

'신세계TV 쇼핑의 약진 + 대구신공항 최종후보지 선정(12 월)'에 주목!!

- 대구·경북지역 1 위의 건설사(초우량 재무구조/고배당 성향)
- 신세계TV 쇼핑(지분 30% 보유)의 고성장 지속 및 이익부문의 빠른 회복세 전망
- 대구공항이 통합이전 한다면 직접적인 수혜 예상  
(두 곳의 이전후보지 인근에 토지 13 만평 보유/기존 공항부지 개발 참여에 따른 수혜)
- 투자 의견 매수 및 목표주가 25,000 원 유지

## 3Q, 연간 최대 분기실적 시현 예상

지난 9 월 침산 재건축 사업(2,900 억원 규모) 준공에 따른 정산효과로 3Q 에 올해 최대 분기 실적을 달성할 것이며, 이로 인해 4Q 이후에 살짝 쉬어가는 실적 흐름이 나타날 것으로 예상된다. 그러나, 크게 걱정할 필요는 없을 것으로 보인다. 현재 2.2 조원의 수주잔고를 보유하고 있고 파주 운정에 아파트 분양(3,600 억원 규모) 등이 예정되어 있기 때문이다.

## T 커머스시장에서 괄목할만한 성장을 하고있는 신세계TV 쇼핑

신세계 TV 쇼핑은 신세계그룹과 동사가 각각 70%, 30%의 지분을 보유하고 있는 T 커스 사업회사다. T 커머스시장에서 가장 괄목할만한 성장을 하고 있고, 이익부문에서도 빠르게 실적개선을 이루어가고 있다. 이러한 추세를 이어간다면 올해 연말경에는 해당 산업내 1 위 기업으로 올라설 수 있을 것으로 예상되며, '18 년도에는 흑자전환도 가능할 것으로 추정된다.

## 대구공항이 통합이전 할 경우 직접적인 수혜 예상(보유토지/본업가치 상승)

다가오는 12 월에 신공항 부지에 대한 최종후보지 결정을 앞두고 있으며 대구시와 지역 언론은 결정시기가 지연되지 않도록 연일 이 문제를 이슈화하고 있다. 동사는 현재 두 곳의 이전후보지(군위군, 의성군) 인근에 13 만평의 토지를 보유하고 있다. 만약, 공항이 전이 확정된다면 가파른 토지가격 상승이 예상된다. 또한 지역 1 위의 향토 건설사로서 기존 공항부지 개발 및 신공항 건설에 따른 직접적인 수혜가 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2014   | 2015  | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|----|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 억원 | 4,207  | 4,801 | 4,943  | 5,494  | 5,553  | 5,553  |
| yoy       | %  | 19.3   | 14.1  | 3.0    | 11.2   | 1.1    | 0.0    |
| 영업이익      | 억원 | 152    | 247   | 439    | 464    | 516    | 516    |
| yoy       | %  | 93.4   | 62.3  | 77.7   | 5.9    | 11.2   | 0.0    |
| EBITDA    | 억원 | 180    | 278   | 471    | 499    | 553    | 555    |
| 세전이익      | 억원 | 246    | 250   | 431    | 501    | 600    | 604    |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 237    | 243   | 337    | 392    | 468    | 471    |
| 영업이익률%    | %  | 3.6    | 5.1   | 8.9    | 8.5    | 9.3    | 9.3    |
| EBITDA%   | %  | 4.3    | 5.8   | 9.5    | 9.1    | 10.0   | 10.0   |
| 순이익률      | %  | 5.6    | 5.1   | 6.8    | 7.1    | 8.4    | 8.5    |
| EPS       | 원  | 1,900  | 1,951 | 2,704  | 3,144  | 3,757  | 3,781  |
| PER       | 배  | 6.3    | 6.2   | 5.0    | 4.7    | 3.9    | 3.9    |
| PBR       | 배  | 0.6    | 0.5   | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| EV/EBITDA | 배  | 14     | 24    | 1.2    | 0.5    | -0.2   | -0.8   |
| ROE       | %  | 9.4    | 8.8   | 11.3   | 11.9   | 12.9   | 11.7   |
| 순차입금      | 억원 | -1,342 | -937  | -1,218 | -1,702 | -2,030 | -2,346 |
| 부채비율      | %  | 97.1   | 65.6  | 61.3   | 30.9   | 44.2   | 38.7   |

## 대구·경북지역 1 위의 건설업체

대구·경북지역 1 위의  
향토 건설사로서 토목건축 분야  
시공능력 34 위의 업체

1958 년에 설립된 화성산업은 대구·경북지역 1 위의 향토 건설사로서 토목·건축 분야 시공능력 34 위의 업체이다. 사업부문별 비중은 건축 69%, 토목 21%, 기타 10%로 구성되어 관계회사로는 동일한 건축업을 영위하고 있는 화성개발(31.7%)과 이마트가 최대주주인 신세계 TV 쇼핑(30%) 등이 있다. 동사는 안정적인 성장을 위해 재개발·재건축 등 정비사업 위주의 사업 포트폴리오를 구축하고 있으며 재무구조 또한 업계 최상위 수준을 유지하고 있다.

## 우수한 주택경기 대응력

미분양, 미입주 리스크가  
낮은 수주잔고(2.2 조원) 보유

분양시장을 비롯한 대구지역의 아파트 시장은 2016 년 하반기 이후 공급량 증가에 대한 부담으로 침체될 것이라는 예상이 다수의 의견이다. 하지만, 다소 불리한 시장상황에도 불구하고 본업 관련 매출은 중장기적으로 지속적으로 성장할 것으로 본다. 그 이유는 현재 수주잔고가 2.2 조원에 이르고, 그 내용을 살펴보면 미분양과 미입주 리스크 가능성이 낮은 아파트 재건축과 도급공사가 대부분을 이루고 있기 때문이다

아파트 분양시장 분위기가 침체되면  
자체주택사업 비중 높은 회사는  
부담이 높아질 우려 상존

2013 년 이후 아파트 분양시장 및 지역 부동산 경기가 활황기에 접어들면서 영남권의 비슷한 규모의 경쟁사들은 자체 주택사업을 성장동력으로 삼았고, 이는 관련 매출 및 매출비중이 급격하게 증가하는 결과를 낳았다. 그러나, 아파트 분양시장 분위기가 정점을 지나 약화되는 추세로 접어들 경우, 자체 주택사업에 대한 의존도를 높여온 건설사들이 입을 타격은 불가피해 보인다.

아파트 분양시장 분위기가 침체될  
경우, 자체주택사업 의존도가 낮은  
동사의 경쟁력 부각 가능성 높아

반면에, 동사는 지난 수년간의 호황기에도 자체 주택사업보다는 지속적으로 안정적인 재건축·재개발 사업에 주력함으로써 경쟁사 대비 저조한 성장을 기록했다. 이러한 상황에서 부동산 시장 분위기가 침체기로 접어들다면 동사의 피해는 경쟁사들에 비해 훨씬 작을 것이고, 투자자들에게도 시장 변동에 큰 영향없이 성장하는 좋은 기업으로 인식될 수 있다. 특히 동사의 2016 년 매출액이 5,000 억원 정도인 점을 감안할 때, 2.2 조원의 수주잔고는 현재 정점을 지나고 있는 분위기의 아파트 분양 시장에서 동사의 우월성을 부각시켜 줄 것이다.

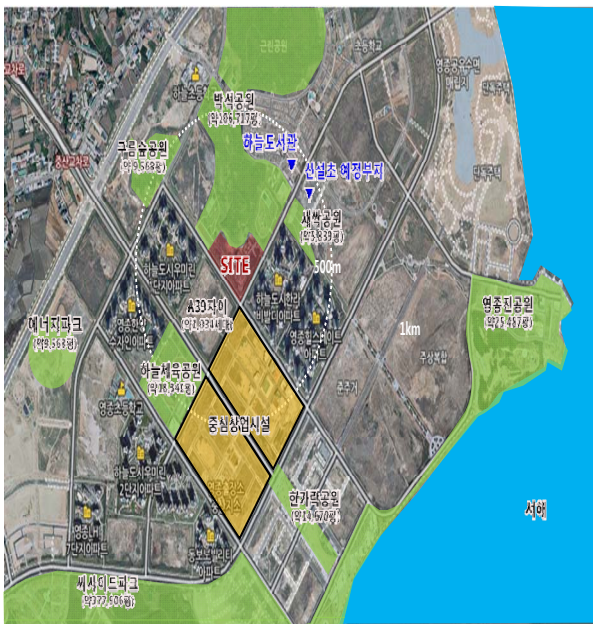
영종도 자체분양 상황 양호, 10 월말  
파주에 분양 예정(3,600 억원 규모)

한편, 자체 주택사업을 보면, 영종하늘도시에서 작년 10 월 657 세대 자체분양을 했다. 분양 직후 분양률은 저조했으나 최근에는 내년 1 월 완공을 앞둔 인천공항 제 2 여객터미널의 고용효과와 정부의 부동산 대책 이후 반사이익에 힘입어 분양상황이 양호한 것으로 추정된다. 또한, 10 월말경에는 경기도 파주 운정신도시에 1,047 세대(3,600 억원 규모)의 아파트를 분양할 예정이다. 분양 예정지 인근에 홈플러스 입점 및 GTX 의 연장이 계획되어 있음을 감안시에 양호한 입지로 판단된다.

3Q 올해 최대 분기실적 달성 전망,  
4분기 이후 일시적인 매출 감소  
예상

지난 9월 집산 재건축 사업(2,900억원 규모) 준공에 따른 정산효과로 3분기에 실적은 올해 최대 분기 실적을 달성할 것으로 예상된다. 하지만, 올해 4분기 이후 동사의 실적은 집산 현장의 준공에 따른 매출감소로 향후 수개월 정도 일시적으로 쉬어가는 흐름이 펼쳐질 전망이다. 그럼에도 불구하고, 크게 염려할 필요는 없을 것으로 보인다. 현재 2.2조원의 수주잔고를 보유하고 있고, 그 중 내년에 예정되어 있는 평리 5(2,260억원)·평리 7(2,520억원)·죽전(1,930억원)·신암(2,510억원) 등의 재건축 사업 중 보수적으로 봐도 1~2개 정도의 사업은 분양이 가능할 것으로 전망되기 때문이다. 그렇다면 내년 하반기부터는 실적 성장이 재개될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 1> 영종하늘도시 화성파크드림 부지



참고 : 화성산업, SK 증권

그림 2> 3 호선 파주연장 노선도



참고 : 화성산업, SK 증권

## 초우량 재무구조 및 고배당 정책

초우량 재무구조  
+ 고배당 정책  
(시가배당률 4.81%)

현재 보유하고 있는 현금성 자산은 1,200 억원 수준이고, 부채는 국민주택기금 대출에 따른 이자지급성 부채가 110 억원 있다. 이 110 억원은 경남 양산에 운영중인 5 년 공공임대 아파트를 지을 때 차입한 것으로 2018 년경 분양 전환시에 상환 예정인 점을 고려하면, 동사는 곧 무차입경영 시대를 맞이할 가능성이 높다. 이와 같은 초우량 재무

구조를 감안시 지금의 시가총액(1,800 억원)은 본업가치가 거의 반영되지 않은 상당한 저평가 수준으로 판단된다. 게다가 2016 년 현금배당을 주당 680 원(참고: 2014 년 400 원, 2015 년 520 원)으로 발표했다. 시가배당을 4.81%의 고배당으로 배당 증가 추세는 향후에도 지속될 것으로 예상된다.

## 본격적인 성장을 앞둔 신세계 TV 쇼핑

**신세계 TV 쇼핑 주요주주 현황**  
: 신세계그룹 70%, 화성산업 30%

동사는 2005 년 방송통신위원회로부터 T 커머스 사업권을 승인 받았다. 2013 년에는 T 커머스 사업부문을 물적분할하여 ‘(주) 드림커머스’를 설립했고, 2015 년에는 사내 유통업 관련 인프라가 없는 관계로, 홈쇼핑 사업권을 갖지 못한 신세계그룹과 손을 잡았다. 그리고 유상증자를 통해 신세계 그룹이 70%의 지분을 갖게 되고, 남은 30%를 화성산업이 보유하는 것으로 지배구조가 완성되었다. 이 시점에 지금의 ‘신세계 TV 쇼핑’으로 사명을 변경한 바 있다.

**가파른 성장중인 T 커머스 시장,**  
**올해는 취급고 규모 1 조 8,000 억원**  
**수준에 이를 듯**

최근 T 커머스 시장은 가파르게 성장하고 있다. 한국 T 커머스 협회와 홈쇼핑 업계에 따르면, 지난해 국내 T 커머스 시장의 전체 취급고는 9,977 억원으로 '15 년대비 294% 성장했고, 올해는 T 커머스 시장의 취급고 규모가 1 조 8,000 억원 수준에 이를 것으로 보고 있다.

**신세계 그룹은 T 커머스 사업을 3 대**  
**신(新)사업으로 지정, 집중적 육성**  
**의지 표현**

이러한 분위기에 발맞추어 신세계그룹 또한 T 커머스 사업을 면세점, 편의점 사업과 함께 3 대 신(新)사업으로 지정하여 집중적으로 육성하고 있다. 일반 TV 홈쇼핑 채널을 확보하지 못한 신세계그룹은 신세계 TV 쇼핑을 통해 온라인, 오프라인 등을 통합하는 옴니채널 서비스를 선보이며 시너지를 창출할 수 있기 때문이다. 실제로 2017 년부터는 그룹 계열사와의 유통시너지를 본격화하여 빠른 성장을 거두겠다는 계획이다.

**황금채널 확보 및 자체 송출시스템**  
**구축 등 공격적인 행보를 보이는**  
**신세계 TV 쇼핑**

'17 년 들어 신세계 TV 쇼핑은 더욱 공격적인 행보를 보이고 있다. 지난 4 월 KT 인터넷 방송채널인 올레TV 에서 2 번 채널을 확보한 것을 시작으로, 현재 방송을 송출하고 있는 14 개 채널중 3 개 채널에서(KT 스카이라이프, 현대 HCN 등) 2~4 번 황금채널을 확보했다. 방송에서 앞쪽 채널을 차지하기 위해서는 경쟁사보다 많은 비용의 채널사용료(송출수수료)를 내야하는데 신세계 TV 쇼핑이 과감한 투자를 한 것으로 분석된다. 또한, T 커머스를 위한 기반시설 투자에도 적극적이다. '16 년 5 월 가장 먼저 자체 방송 제작 스튜디오를 열었고, 11 월에는 자체 송출시스템도 구축했다. T 커머스시장에서 기술력 확보가 경쟁력을 좌우하는 만큼, 신세계 TV 쇼핑은 발빠른 투자확대로 장기성장 동력을 상당부분 확보한 것으로 추정된다.

**'17년 상반기 매출액은 이미 지난해  
연간 매출액을 초과, 수익성도 빠른  
회복세를 보이고 있음**

신세계 TV 쇼핑은 '16년 매출액 321억원, 영업이익 -294억원으로 적자를 기록했다. 사업초기에 시장점유율 확보에 중점을 두다보니 '15년대비 매출액도 상당폭 증가했지만, 영업적자폭도 '15년 151억원에서 '16년 294억원으로 늘어났다. 올해 상반기 실적은 매출액 328억원, 영업이익은 71억원 적자를 기록했다. 매출액은 이미 상반기에 작년 연간 수치를 넘어서는 실적을 기록했고, 수익성도 빠르게 회복되고 있는 모습이다. 당 연구원은 지난 자료에서 '17년 큰 폭의 외형성장과 영업이익 소폭 적자를 전망한 바 있으며 '18년에는 흑자전환이 가능하다는 의견을 밝힌 바 있다. 신세계 TV 쇼핑에 대한 이러한 의견은 지금도 변함이 없다. 이와 더불어 만약 예상대로 '18년도에 흑자전환을 한다면 자연스럽게 상장에 대한 기대감도 불러 일으킬 수 있다는 판단이다.



## 대구공항 통합 이전이 현실화 된다면 무슨 일이 일어날까?

### 2016 년 7 월 대구공항 통합이전 발표

김해공항 수용능력이 한계에 도달함에 따라 2014 년 10 월 정부는 영남권 신공항 건설을 추진하기 시작했다. 당시 부산시, 대구시, 울산시, 경북도, 경남도 등 영남권 5 개 지역 사·도에서 공동성명서를 발표하면서 본격적인 영남권 신공항 추진에 불이 붙었다. 신공항 후보지를 놓고 대구·울산·경북·경남은 밀양시, 부산은 가덕도를 각각 주장하면서 타협점을 찾지 못했다. 하지만, 이를 둘러싸고 영남권 지자체 사이에 갈등이 최고조에 이르자 박 전 대통령은 2016 년 6 월 신공항 건설을 백지화하고, 대신 김해공항을 확장해 사용키로 최종 결정했다. 결국 이 결정에 대해 상대적으로 상실감이 큰 대구 민심이 들끓었고, 그 해 7 월 박 전 대통령이 대구공항 통합 이전을 직접 발표하며 여론 달래기에 나섰다.

### 대구공항으로 인한 소음문제와 지역낙후화에 대한 지역주민 불만 심화, '기부 대 양여'방식 사업 제안

사실, 박 전 대통령이 대구공항 통합 이전을 발표하기 이전에도 대구공항의 시외 이전 문제는 자주 대두되어 왔다. 오랫동안 지속되어 온 소음문제와 대구 동구 지역 낙후화에 대한 지역주민의 불만 때문이었다. 이러한 분위기에서 2013. 3. 5 일 유승민 국회의원이 주축으로 발의한 '군공항 이전 및 지원에 관한 특별법'이 국회 본회의를 통과하였다. 당시 국회 국방위원회 위원장이었던 유의원은 '기부 대 양여(지자체 또는 공공기관이 군사시설 등 공공시설의 대체시설을 설치해주고 국가에 기부한 뒤 종전 대지의 소유권을 넘겨받는 것)' 방식을 제안한다. '기부 대 양여방식'은 정부 재정에 큰 부담을 주지 않는 것이 장점이고, 현재 '수원 군공항 이전 사업' 등 공공사업에 자주 활용되고 있다.

### 2017 년 연말 신공항 최종후보자 선정 예정. 현재 2 곳의 후보지로 압축

영남권 신공항 건설 이슈가 대두되면서 대구공항 통합 이전 이슈는 세인의 관심에서 멀어졌으나, 2016 년 7 월 박 전 대통령이 '대구공항 통합 이전'을 발표하면서 권영진 대구시장을 비롯한 대구의 정치권과 시민단체들이 공항 이전을 위해 적극적으로 뛰고 있는 상황이다. 2017. 2. 17 국방부는 대구공항 통합 이전 예비후보지로서 '경북 군위군 우보면'과 '경북 의성군 비안면·군위군 소보면'을 선정했고, 최종후보자 결정은 올해 연말쯤 이뤄질 것으로 보인다. 대구시장은 여러 지역 언론을 통해 2018 년에 새로운 부지에 공항 건설을 시작해 2023 년경 개항하고, 2023~2026 년에 현재 공항이 있는 대구 동구를 개발할 계획이라고 밝히고 있다.

그렇다면 대구공항이 통합이전 할 때 '화성산업'에는 어떤 손해가 있을까?

### 의성군에 토지 13 만평 보유 : 공장 4 만평, 농장 9 만평

국방부는 앞서 언급한대로 이전 예비 후보지로 '경북 군위군 우보면' 일대와 '경북 의성군 비안면·군위군 소보면' 일대 등 2 곳을 선정했다. 화성산업은 의성 IC 근처에 13 만평 정도의 토지를 공장과 농장으로 사용하고 있다. 이 토지는 의성군의 후보지는 말할 것

도 없고, 군위군 우보면에서 자가용으로 18 분내 거리에 위치하고 있다. 1998 년에 실시한 자산 재평가에서 공장으로 활용되는 부지 41,000 평은 3.3 m당 195,000 원, 농장으로 쓰이는 93,500 평은 3.3 m당 4,800 원의 가치평가를 받았다. 토지의 위치가 의성 IC 에서 차로 1~2 분내 거리임을 감안할 때, 향후 어느 곳이든지 최종 후보지로 선정되는 시점에 토지가격의 급격한 상승이 예상된다.

지도

(단위 : )



자료 : SK 증권

#### 공항이전시, 기존 공항부지 대규모 개발사업 참여로 직접적인 수혜 예상

또한, 대구공항이 통합이전 된다면, 필요 재정 마련에 있어서는 ‘기부 대 양여’ 방식이 채택될 것이다. 즉, 대구시는 최종 후보지에 군공항을 지어줄 것이고, 그 재원은 기존 대구공항 토지개발 대금으로 마련될 것이다. 현재 국방부와 대구시는 민간공항은 계산에서 제외하고 군공항(K-2)만을 새롭게 짓고 이전하는 데만 7 조 2,500 억 이상 소요될 것으로 추정하고 있다. 따라서, 현재 공항부지 개발을 통해 최소한 7 조원의 이익금이 발생해야 한다고 볼 수 있다. 공항부지 개발의 목표 이익률을 단순히 20%로 잡고 역산해보면 35 조원 이상의 대규모 Project 가 진행되어야 하고, 이 부분에 있어서 화성산업의 직접적인 수혜를 기대한다. 최근 대부분의 지자체에서 공사 발주를 할 때 고도의 기술력이 필요한 공사를 제외하고는 지역업체 참여비율을 30%이상 가져가는 것이 일반적이다. 그렇다면, 공항 이전 Project 의 최대 수혜 건설사는 대구지역 1 위 업체인 동사가 될 것이 자명하다.

**대구시는 기존 공항 지역에  
친환경 스마트시티('동촌신도시')  
건설 계획을 밝힘**

대구시는 동구의 대구공항 기존 부지와 인근 지역을 묶어 '동촌 신도시(가칭)'를 건설할 계획이다. 미국 '디즈니'를 벤치마킹하고 주변 금호강과 팔공산 등의 수려한 자연환경을 활용한 친환경 스마트시티를 만드는 것이 목표다. 이미 LH(한국토지주택공사) 부설 연구소에 동촌신도시 개발 관련 연구 용역을 발주한 점에서 대형 Project에 대한 대구시의 의지를 엿볼 수 있다. 게다가 대구신공항 건설로 인한 최종후보지 인근의 인프라 구축 사업에도 참여하게 될 가능성이 높다.

**대구공항 통합이전 확정시까지  
많은 어려움 예상**

대구공항 통합이전이 최종 확정되기까지는 많은 난관이 있을 것으로 예상되고, 정부도 고심을 거듭할 것이다. 대선공약으로 내세웠던 박근혜 전 대통령이 탄핵됨으로써 관련 사업의 진행이 지연될수도 있고, 김해공항의 위축을 우려하는 부산지역의 여론도 만만치않아 보인다.

**대구공항 통합이전 여부에  
대한 정부의 신중한 검토 예상**

이에 반하여, 대구·경북지역 대부분의 정치인들 또한 정당을 초월하여 공항 통합이전에 대한 한목소리를 내면서 지역 민심을 대변하고 있다. 정부가 고려할 요소는 또 있다. 정부는 대구공항 인근의 소음피해에 따른 불만 해소를 위해 2011년 전투기 소음에 시달리는 동구 주민 26,000명에게 첫 법적배상(790억원)을 했고, 이후에도 2016년까지 소음피해 배상금으로 3,000억원(지연이자 포함) 정도 지급했다. 공항이 이전되지 않는다면 정부 지출은 계속될 것이다.

**현 정부도 대구공항 통합이전에  
대한 적극적 지원의사 밝힘**

'대구공항 통합이전' 사업이 지난 정권에서 추진된 사업이기 때문에 문재인 정부에서도 이 사업이 지속될 것인가에 대해서 의문을 가질 수 있다. 문재인 대통령은 이미 후보 시절에 '지역사회 공동체 합의'라는 전제조건을 달아 대구공항 통합이전을 추진하겠다고 밝힌 바 있다. 이와 더불어 이낙연 국무총리도 총리 인준을 위한 청문회와 지난 6월 21일 대구 방문시에 대구공항 통합이전을 적극 지원하겠다고 거듭 밝혔다. 따라서 대구공항 통합이전에 대한 새 정부의 입장은 이전 정부와 다르지 않다고 볼 수 있다.

**SK 증권 리서치센터는 대구공항  
이전의 확률이 높은 것으로 판단!**

지난 9월, 국방부, 대구시, 경북도, 군위군, 의성군 등 관련 자치단체 관계자로 구성된 '대구 군 공항 이전부지 선정 실무위원회'가 열렸다. 이 자리에서 대구시와 경북도는 기존 계획처럼 연말안에 대구공항 이전 후보지를 단수로 압축해 달라고 국방부에 요청했으며 국방부도 이 요청에 이견을 보이지 않은 것으로 전해졌다. 최근, 국방부는 대구공항 통합이전 관련 찬반을 묻는 주민투표를 위한 업무에 착수한 것으로 알려졌다. 대구공항 통합이전에 대한 다양한 고려 요소가 있지만, SK 증권 리서치센터는 대구공항 이전의 확률이 높은 것으로 판단한다. 향후 결과를 흥미롭게 지켜볼 것이다.

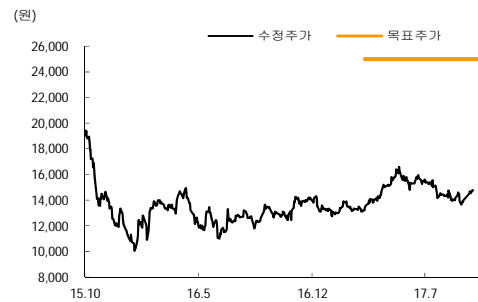


## 실적 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가  
25,000 원을 유지, 올해 실적은 기존  
추정치 달성 가능 전망

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다. 목표주가는 '17 년 예상 PER 대비 8 배 정도이며, 회사의 자산가치를 비롯한 본질가치를 감안시 보수적인 수준이다. 더불어 현재 주가도 '17 년 추정 EPS 4.7 배 EV/EBITDA 0.5 배 수준의 상당한 저평가 구간에 있다는 판단이다. 또한, 올해 실적은 '17 년 추정치인 매출액 5,494 억원(+ 11.7% yoy), 영업이익 464 억원(+5.7% yoy)을 무난히 달성할 수 있을 것으로 예상된다.

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017.10.18 | 매수   | 25,000원 | 6개월          |         |                |
| 2017.04.05 | 매수   | 25,000원 | 6개월          | -40.58% | -33.60%        |
| 2017.03.28 | 매수   | 25,000원 | 6개월          | -45.43% | -44.40%        |



### Compliance Notice

- 작성자(서충우)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 기관투자자 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 (2017 년 10 월 18 일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 90.32% | 중립 | 9.68% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원)       | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 2,563 | 2,908 | 2,608 | 3,522 | 3,839 |
| 현금및현금성자산       | 713   | 866   | 1,487 | 1,814 | 2,131 |
| 매출채권및기타채권      | 664   | 584   | 294   | 511   | 511   |
| 재고자산           | 795   | 936   | 471   | 819   | 819   |
| <b>비유동자산</b>   | 2,172 | 2,133 | 1,895 | 2,000 | 2,021 |
| 장기금융자산         | 785   | 776   | 559   | 559   | 559   |
| 유형자산           | 547   | 559   | 584   | 598   | 559   |
| 무형자산           | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>자산총계</b>    | 4,735 | 5,041 | 4,503 | 5,522 | 5,859 |
| <b>유동부채</b>    | 1,094 | 1,136 | 572   | 994   | 994   |
| 단기금융부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무    | 1,035 | 965   | 486   | 844   | 844   |
| 단기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 781   | 779   | 491   | 697   | 640   |
| 장기금융부채         | 111   | 111   | 111   | 111   | 111   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 362   | 353   | 178   | 309   | 273   |
| <b>부채총계</b>    | 1,875 | 1,915 | 1,063 | 1,691 | 1,634 |
| <b>지배주주지분</b>  | 2,859 | 3,126 | 3,440 | 3,831 | 4,225 |
| 자본금            | 623   | 623   | 623   | 623   | 623   |
| 자본잉여금          | 474   | 474   | 474   | 474   | 474   |
| 기타자본구성요소       | -37   | -37   | -37   | -37   | -37   |
| 자기주식           | -31   | -31   | -31   | -31   | -31   |
| 이익잉여금          | 1,716 | 1,981 | 2,289 | 2,675 | 3,064 |
| 비지배주주지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>    | 2,859 | 3,126 | 3,440 | 3,831 | 4,225 |
| <b>부채외자본총계</b> | 4,735 | 5,041 | 4,503 | 5,522 | 5,859 |

현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2015  | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | -276  | 378  | 597   | 425   | 376   |
| 당기순이익(손실)           | 243   | 337  | 392   | 468   | 471   |
| 비현금성항목등             | 95    | 194  | 132   | 85    | 84    |
| 유형자산감가상각비           | 29    | 32   | 34    | 37    | 38    |
| 무형자산감가상각비           | 2     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                  | 88    | 62   | 6     | -2    | -2    |
| 운전자본감소(증가)          | -608  | -150 | 192   | 2     | -46   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | 395   | 78   | 290   | -217  | 0     |
| 재고자산감소(증가)          | -399  | -141 | 465   | -348  | 0     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -494  | -70  | -479  | 358   | 0     |
| 기타                  | -110  | -17  | -84   | 208   | -46   |
| 법인세납부               | -7    | -3   | -118  | -130  | -133  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | 59    | -157 | 105   | -13   | 25    |
| 금융자산감소(증가)          | 177   | -120 | 157   | 0     | 0     |
| 유형자산감소(증가)          | -141  | -37  | -55   | -50   | 0     |
| 무형자산감소(증가)          | -18   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                  | 42    | 1    | 3     | 37    | 25    |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | -157  | -68  | -81   | -84   | -84   |
| 단기금융부채증가(감소)        | -32   | -2   | 3     | 0     | 0     |
| 장기금융부채증가(감소)        | -74   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의증가(감소)           | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -48   | -63  | -82   | -82   | -82   |
| 기타                  | -3    | -2   | -2    | -2    | -2    |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | -382  | 154  | 620   | 328   | 317   |
| 기초현금                | 1,094 | 713  | 866   | 1,487 | 1,814 |
| 기말현금                | 713   | 866  | 1,487 | 1,814 | 2,131 |
| FCF                 | -305  | 326  | 334   | 396   | 395   |

자료 : 화성산업 SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 4,801 | 4,943 | 5,494 | 5,553 | 5,553 |
| <b>매출원가</b>           | 4,335 | 4,300 | 4,806 | 4,815 | 4,815 |
| <b>매출총이익</b>          | 466   | 643   | 688   | 738   | 738   |
| 매출총이익률 (%)            | 9.7   | 13.0  | 12.5  | 13.3  | 13.3  |
| <b>판매비와관리비</b>        | 219   | 205   | 224   | 222   | 222   |
| 영업이익                  | 247   | 439   | 464   | 516   | 516   |
| 영업이익률 (%)             | 5.1   | 8.9   | 8.5   | 9.3   | 9.3   |
| 비영업손익                 | 3     | -8    | 36    | 83    | 87    |
| <b>순금융비용</b>          | -30   | -15   | -12   | -19   | -23   |
| 외환관련손익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | -2    | -26   | 0     | 62    | 62    |
| 세전계속사업이익              | 250   | 431   | 501   | 600   | 604   |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 5.2   | 8.7   | 9.1   | 10.8  | 10.9  |
| 계속사업법인세               | 7     | 94    | 109   | 132   | 133   |
| <b>계속사업이익</b>         | 243   | 337   | 392   | 468   | 471   |
| 중단사업이익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| *법인세효과                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익                 | 243   | 337   | 392   | 468   | 471   |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 5.1   | 6.8   | 7.1   | 8.4   | 8.5   |
| 지배주주                  | 243   | 337   | 392   | 468   | 471   |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 5.06  | 6.81  | 7.13  | 8.42  | 8.48  |
| 비지배주주                 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>총포괄이익</b>          | 249   | 329   | 397   | 473   | 476   |
| 지배주주                  | 249   | 329   | 397   | 473   | 476   |
| 비지배주주                 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA                | 278   | 471   | 499   | 553   | 555   |

주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | 14.1   | 3.0    | 11.2   | 1.1    | 0.0    |
| 영업이익                   | 62.3   | 77.7   | 5.9    | 11.2   | 0.0    |
| 세전계속사업이익               | 1.5    | 72.1   | 16.3   | 19.8   | 0.6    |
| EBITDA                 | 54.3   | 69.2   | 5.9    | 10.9   | 0.3    |
| EPS(계속사업)              | 2.7    | 38.6   | 16.3   | 19.5   | 0.6    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROE                    | 8.8    | 11.3   | 11.9   | 12.9   | 11.7   |
| ROA                    | 4.9    | 6.9    | 8.2    | 9.3    | 8.3    |
| EBITDA마진               | 5.8    | 9.5    | 9.1    | 10.0   | 10.0   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 234.2  | 255.9  | 455.9  | 354.3  | 386.2  |
| 부채비율                   | 65.6   | 61.3   | 30.9   | 44.2   | 38.7   |
| 순차입금/자기자본              | -32.8  | -39.0  | -49.5  | -53.0  | -55.5  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 92.1   | 212.6  | 225.3  | 249.8  | 250.7  |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 1,951  | 2,704  | 3,144  | 3,757  | 3,781  |
| BPS                    | 22,966 | 25,103 | 27,629 | 30,769 | 33,934 |
| CFPS                   | 2,203  | 2,962  | 3,419  | 4,051  | 4,089  |
| 주당 현금배당금               | 520    | 680    | 700    | 700    | 700    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER(최고)                | 15.5   | 5.5    | 5.3    | 4.4    | 4.4    |
| PER(최저)                | 6.1    | 3.7    | 4.1    | 3.4    | 3.4    |
| PBR(최고)                | 1.3    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| PBR(최저)                | 0.5    | 0.4    | 0.5    | 0.4    | 0.4    |
| PCR                    | 5.5    | 4.6    | 4.3    | 3.6    | 3.6    |
| EV/EBITDA(최고)          | 10.5   | 1.6    | 0.9    | 0.2    | -0.3   |
| EV/EBITDA(최저)          | 2.3    | 0.3    | 0.0    | -0.6   | -1.2   |