

건설

SOC 예산 축소 기조에도, 밀려오는 신공항 발주 기대감

SOC 예산 축소 기조 속 국내 인프라 발주 여건이 녹록지 않은 상황이다. 그러나 현 정부가 필요한 SOC, '지역 거점형 SOC 투자'에는 적극적인 의사를 보여주고 있다. 따라서 과거 정권에서 추진하다 지연된 공사, 현 정부의 의지로 추진하는 공사들이 더해져 신공항 발주 사이클이 빠르게 몰려오고 있다. 지방선거 이후 신공항 발주에 속도가 붙을 것으로 보이며, 공항 레코드가 많은 건설사 및 설계사의 수혜가 기대된다



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com
02-3773-8919

녹록지 않은 SOC 예산 환경 속, 지역 거점 SOC 투자 확대기조는 유효

우리 나라의 GDP 성장에는 건설투자가 크게 기여하고 있다. 그러나 공교롭게도 우리 나라의 현 예산 정책 기조는 SOC 투자 분야의 재정을 축소시키는 방향으로 책정되어 있다. 2015년 일시적 확대 재편된 이후로는 꾸준히 감소하는 것으로 책정되어 있으며, 중앙정부 총지출 대비 SOC 투자 비중은 2010년 25%에 육박하던 수준에서 2018년 4% 내외로 떨어진 상황이다.

그러나 현 시점에서 확실한 것은 경제 성장과 고용 창출, 특히 지역 균형 개발에 있어서의 SOC 투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다. 이는 1) SOC 예산 증액 편성으로 연착륙 시도, 2) 문재인 대통령 공약인 지역 균형 발전에서 찾아볼 수 있겠으나, 그 밖에 정치적 논리로도 접근 가능하다. 6월 13일에는 대한민국의 지방선거가 예정되어 있다. 개헌 국민투표를 목표로 하고 있는 문재인 대통령의 강한 의지를 감안하면, 선거 이후 지역 균형 발전을 위한 인프라 투자는 현 시점에서 정책적으로 반드시 풀어야 할 숙제이다. 문재인 대통령 후보 당시 공약에서 찾아볼 수 있듯, 과거 오랫동안 검토되어왔던 지역 거점 SOC 투자에 대해서는 적극적으로 검토하겠다는 입장이다. 최근 GTX A 노선 발주에서도 볼 수 있듯이, '필요한 SOC는 투자하겠다'는 정부의 스탠스에 주목한다.

밀려오는 신공항 발주 사이클, 수혜주를 찾자

현 정부의 지역 거점형 SOC 투자 기조 속에, 가장 활발한 발주 모멘텀이 기대되는 공종은 공항이다. 지역 공항은 매번 대선, 지방선거 등 정치적 아젠다로 자주 등장하곤 한다. 특히 금번 지방선거를 앞두고 여러 건설 공약이 쏟아지는 가운데, 공항 관련 공약이 다시금 눈길을 끈다. 여객 수요 증가와 더불어 지역 거점 인프라 확대 기조, 지방 구도심의 확장에 따른 기존 군공항 이전 등에 대한 니즈로 지역 신공항 건설에 대한 목소리는 계속 있어왔다. 그러나 지난 정권에서 추진하던 프로젝트, 현 정권에서 추진하고자 하는 프로젝트들이 더해지면서 현 시점에서 논의 중인 신공항 건설 프로젝트는 제주, 김해, 인천공항 4단계, 울릉도, 대구, 광주, 수원, 새만금 등 역 대급으로 다양한 상황이다. 공항이라는 공종 자체가 짓는데까지 5~8년이 소요되고, 완공 후 추가 발주가 나오기 어려운 공종임을 감안할 때, 지역 다수의 공항이 활발히 논의되는 것은 매우 고무적이라고 할 수 있다.

향후 입찰 과정에서 공항 레코드가 많은 현대건설, 금호산업, 한라, 희림 등의 종목이 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대된다.

Contents

1. Executive Summary	3
2. Investment Point	4
(1) 녹록지 않은 SOC 예산 환경	4
(2) 지역 균형 발전을 위한 SOC 투자는 유효	8
(3) 몰려오는 신공항 발주 사이클	11
3. Company Analysis	
현대건설(000720)	
금호산업(002990)	
한라(014790)	
희림(037440)	
맥쿼리인프라(088980)	

Compliance Notice

- 작성자(김세련)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 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 (2018년 5월 21일 기준)

매수	89.12%	중립	10.88%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

1. Executive Summary

우리 나라의 현 예산 정책 기조는 SOC 투자 분야의 재정을 축소시키는 방향으로 책정되어 있다. 2015년 일시적 확대 재편된 이후로는 꾸준히 감소하는 것으로 책정되어 있으며, 중앙정부 총지출 대비 SOC 투자 비중은 2010년 25%에 육박하던 수준에서 2018년 4% 내외로 떨어진 상황이다. 이러한 실정이다보니, SOC 예산을 감축하는 대신 국가적으로 필요한 인프라 투자에 대해서는 민간 주도형 SOC (민자 SOC)로 전환되는 경우가 많았다. 이러한 기조가 지속된다고 가정하면 민자 SOC 시장은 더욱 확대될 것이고, 이에 따라 초기 투자비에 지분을 투자할 수 있는 현금 여력이 확보된 우량 건설사만이 민자 SOC 투자에 유리할 것으로 보인다.

다만, 현 시점에서 확실한 것은 경제 성장과 고용 창출, 특히 지역 균형 개발에 있어서의 SOC 투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다. 이는 문재인 정부의 공약에서 나타나는 1) SOC 예산 증액 검토, 2) 지역 균형 발전에서 찾아볼 수 있겠으나, 그 밖에 정치적 논리로도 접근 가능하다는 판단이다. 6월 13일은 대한민국 제 7 회 지방선거가 예정되어 있다. 특히, 지방선거일에 개헌 국민투표를 목표로 하고 있는 문재인 대통령의 강한 의지를 감안하면, 지역 균형 발전을 위한 인프라 투자는 현 시점에서 정책적으로 반드시 풀어야 할 숙제이다. 기존 공약에서 찾아볼 수 있듯, 과거 오랫동안 검토되어왔던 지역 거점 SOC 투자에 대해서는 적극적으로 검토하겠다는 입장이다. 혼란스러웠던 국정으로 인해 발주가 지연됐던 지역 거점 SOC 투자가 현 정부의 의지로 가시성이 증대된 것 역시 국내 건설업에는 고무적이다.

즉, ‘필요한 SOC는 투자하겠다’는 현 정부의 지역 거점형 SOC 투자 기조 속에, 가장 활발한 발주 모멘텀이 기대되는 공종은 공항이다. 지역 공항은 매번 대선, 지방선거 등 정치적 아젠다로 자주 등장하곤 한다. 특히 금번 지방선거를 앞두고 여러 건설 공약이 쏟아지는 가운데, 공항 관련 공약이 다시금 눈길을 끈다.

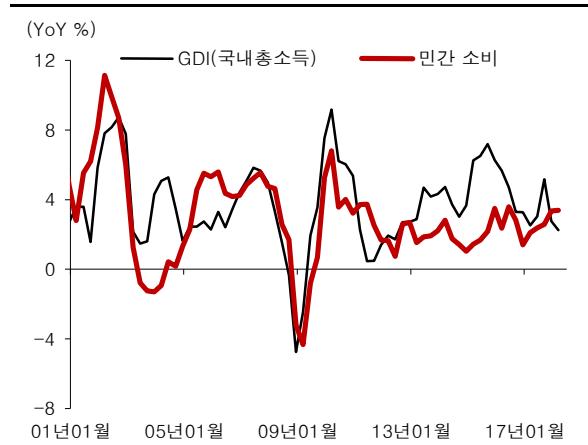
여객 수요 증가와 더불어 지역 거점 인프라 확대 기조, 지방 구도심의 확장에 따른 기존 군공항 이전 등에 대한 니즈로 지역 신공항 건설에 대한 목소리는 계속 있어왔다. 그러나 지난 정권에서 추진하던 프로젝트, 현 정권에서 추진하고자 하는 프로젝트들이 더해지면서 현 시점에서 논의 중인 신공항 건설 프로젝트는 제주, 김해, 인천공항 4 단계, 울릉도, 대구, 광주, 수원, 새만금 등 역대급으로 다양한 상황이다. 공항이라는 공종 자체가 짓는데까지 5~8년이 소요되고, 완공 후 추가 발주가 나오기 어려운 공종임을 감안할 때, 지역 다수의 공항이 활발히 논의되는 것은 매우 고무적이라고 할 수 있다. 향후 입찰 과정에서 공항 레코드가 많은 현대건설, 금호산업, 한라, 희림 등의 업체에 대한 수혜가 기대된다.

2. Investment Point

(1) 녹록지 않은 SOC 예산 환경

우리나라의 GDP 성장에는 건설투자가 크게 기여하고 있다. 특히 2015년부터 건설투자가 크게 확대되면서 GDP 성장을 주도했는데, 이는 부동산 규제 완화에 따른 공격적인 주택 분야 공급 확대로 민간, 특히 건축 부문에서의 발주 및 착공이 크게 늘어난 것에 기인한다. 국내 건설 수주는 지난해 160조원을 기록했으며, 이 중 건축부문 수주의 경우 118조원으로 2016년 최고치를 보인 이후 감소 전환하는 모습이다. 2015~2016년 공급했던 주택의 입주 시기가 도래하면서 감소 폭을 다소 방어하고 있지만, 이미 건설 투자의 감소 속도가 급격하게 나타나고 있는 모습이다.

GDP 성장률과 민간 소비 증감률 비교



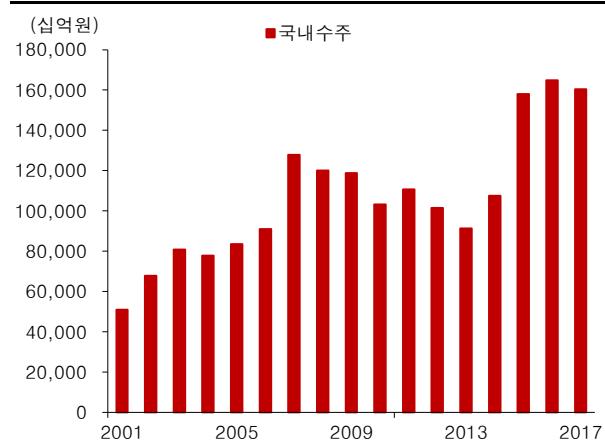
자료: 한국은행, SK 증권

GDP 성장률과 건설투자 증감률 비교



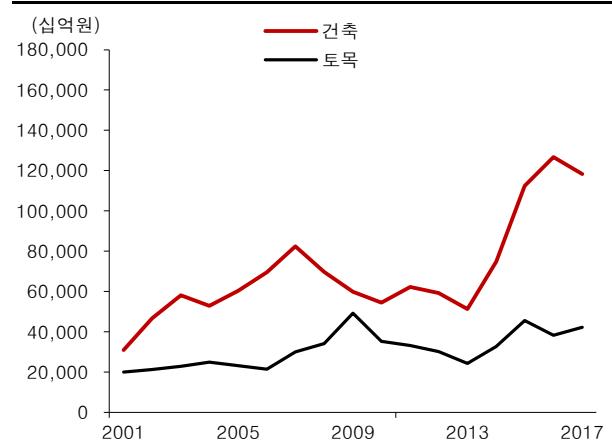
자료: 한국은행, SK 증권

건설 국내 수주 추이



자료: 대한건설협회, SK 증권

부문별 국내 수주 추이

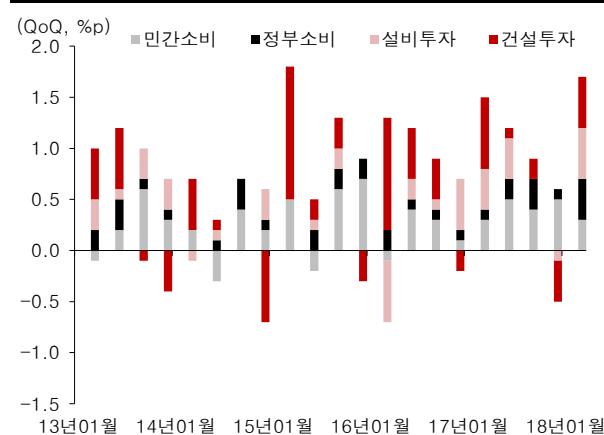


자료: 대한건설협회, SK 증권

지출항목별 GDP 성장 기여도를 살펴보면, 2015년 이후로 건설투자 부문에서의 성장이 눈에 띈다. 저금리 기조 확대에 따른 아파트 분양 공급의 확대, 이에 따른 건설 부문의 부가가치 창출로 인해 GDP 성장에 있어 지난 2년은 건설 투자의 영향이 크게 작용한 것으로 판단되며, 특히 수출이 부진했던 상황에서의 건설 투자부문 성장은 GDP 성장을 하락을 방어하는데 기여한 것으로 보인다. 실질 GDP에서 건설 투자 부문이 차지하는 비중은 건설 투자 성수기인 2016년 4분기 16.4%를 기록했으며, 이는 2010년 이후로 가장 높은 비중이었다. 2018년 1분기 기준 GDP에서 건설 투자가 차지하는 비중은 13.5%로 전년 동기와 유사하며, 이는 각 해년도 1분기를 비교했을 때 2011년 이후 1분기 중 가장 높은 수준이다. 그러나 입주 시기 도래에 따른 민간 주택의 순차적 준공과, 감소한 건설 착공에 따라 건설 투자가 연간 GDP에서 차지하는 비중은 점차 줄어들 것으로 보인다.

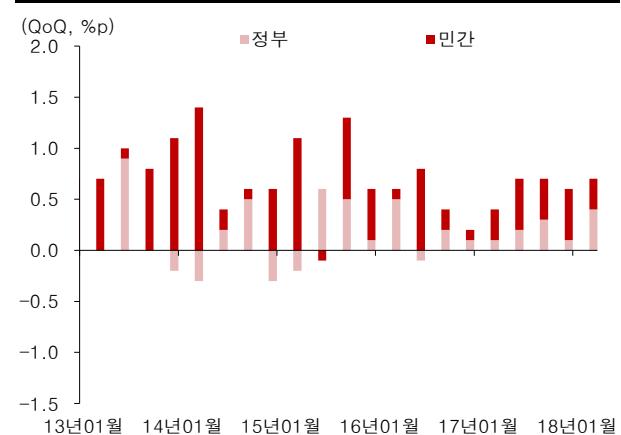
과거는 정부 주도 하의 재정 정책과 더불어 부동산 유관 여러 규제들을 완화하면서 건설 투자가 높았으나, 가계부채 관리 강화를 위한 부동산 규제가 도입되는 시장 환경 및 2019년 이후 감소될 민간 건축 부문의 성장률에 대해서는 정책적인 부분에서의 보완이 필요한 상황으로 판단한다.

지출항목별 GDP 성장 기여도 비교



자료: 한국은행, SK 증권

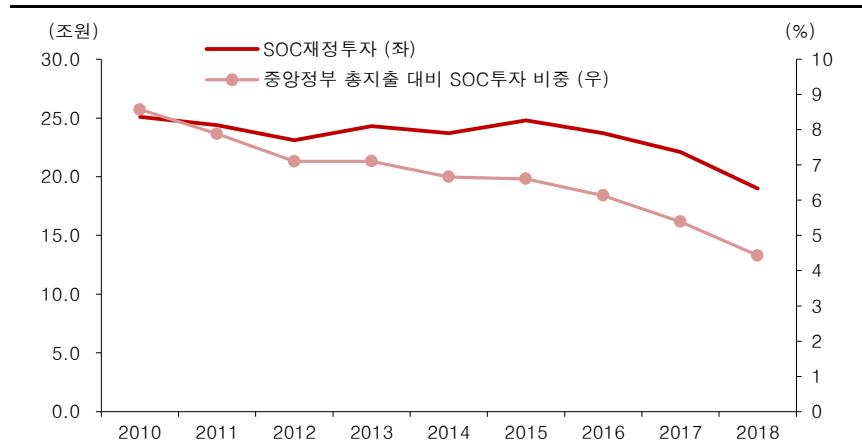
정부, 민간 지출의 GDP 성장 기여도



자료: 한국은행, SK 증권

그러나 공교롭게도 우리 나라의 현 예산 정책 기조는 SOC 투자 분야의 재정을 축소시키는 방향으로 책정되어 있다. 2015년 일시적 확대 재편된 이후로는 꾸준히 감소하는 것으로 책정되어 있으며, 중앙정부 총지출 대비 SOC 투자 비중은 2010년 25%에 육박하던 수준에서 2018년 4% 내외로 떨어진 상황이다. 이러한 실정이다보니, SOC 예산을 감축하는 대신 국가적으로 필요한 인프라 투자에 대해서는 민간 주도형 SOC(민자SOC)로 전환되는 경우가 많았다. 이러한 기조가 지속된다면 민자 SOC 시장은 더욱 확대될 것이고, 이에 따라 초기 투자비에 지분을 투자할 수 있는 현금 여력이 확보된 우량 건설사만이 민자 SOC 투자에 유리할 것으로 보인다.

SOC 투자분야 재정 규모 및 투자 비중



자료: 국회예산정책처, SK 증권

세부 항목별 SOC 투자분야 재정

(조원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
SOC투자(A)	24.4	23.1	24.3	23.7	24.8	23.7	22.1	19.0
도로	7.4	7.8	8.6	8.5	9.1	8.3	7.4	
철도	4.4	5.1	6.1	6.2	6.7	7.0	6.9	
도시철도	1.0	1.0	0.8	0.6	0.7	0.5	0.2	
해운항만	1.6	1.6	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8	
항공공항	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	
물류등 기타	2.2	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2	
수자원	5.0	2.9	2.7	2.4	2.3	2.1	1.8	
지역 및 도시	1.6	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1	1.2	
산업단지	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.6	0.5	
중앙정부 총지출규모(B)	309.6	325.4	342.0	355.8	375.4	386.4	410.1	428.8
SOC재정투자 비중(A/B, %)	7.9	7.1	7.1	6.7	6.6	6.1	5.4	4.4

자료: 국회예산정책처, SK 증권

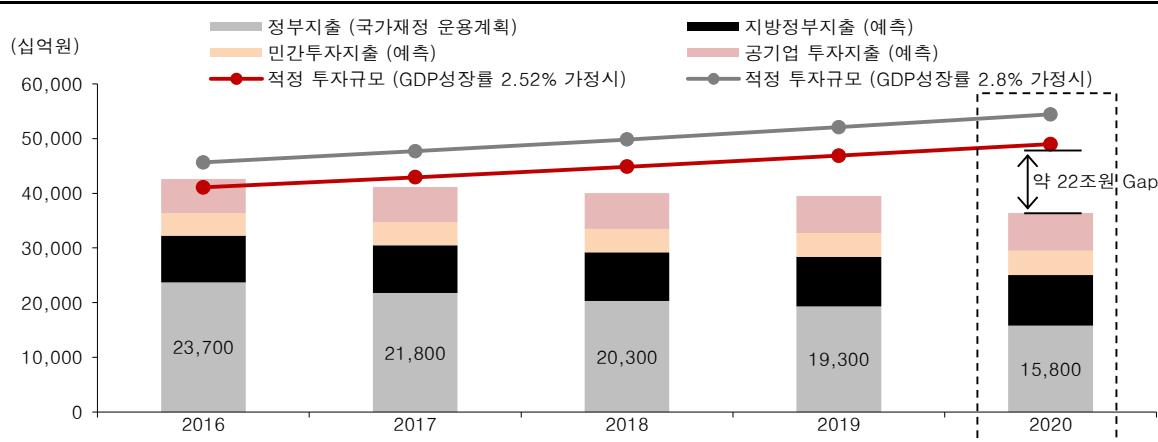
한국은행이 발표하는 우리나라 산업별 고용계수를 살펴보면, 건설업에서 10 억원의 생산이 일어나면 5.9 명의 고용이 창출되는 것을 알 수 있다. 즉, 건설 투자가 축소되는 상황에서의 고용 확대가 쉽지 않을 가능성을 배제할 수 없다는 뜻이 된다. 따라서 현 시점에서 건설 투자 축소에 대한 공격적인 정책을 펼치기는 어려울 것으로 보인다. 또한, 현재 책정된 SOC 예산은 지나치게 축소 편성된 경향이 있다는 의견도 있다. 지난 3 월 한국건설산업연구원에서 발간한 레포트의 의견을 요약하면 다음과 같다. 1) 우리 정부의 SOC 투자 계획은 SOC 스톡이 선진국 수준에 도달한 것으로 가정했으나 이는 다소 낙관적인 추정이며, 2) 현 SOC 투자 계획이 오직 신설 투자 위주로 편성되어 있어 유지-보수에 따른 재투자 수요가 예산에 충분히 반영되지 않았다는 것이다. 이에 따르면 적정 SOC 투자 규모는 2020 년이 되면 22 조원이 부족하게 된다. 즉, 우리나라 경제의 구조적 문제와 통상적인 여건을 고려했을 때, 장기적 성장 잠재력 확보 및 단기적 경기 부양 정책이 동시에 필요하며, 효율적 SOC 투자는 두가지 정책 목적을 동시에 충족시킬 수 있는 재정 정책 수단 중 하나가 되어야 할 것이다. 공격적 SOC 투자를 견제하는 현 정부의 입장으로는 향후 SOC 스톡의 부족을 야기할 가능성도 없지 않아 보인다.

우리나라 산업별 고용계수

(명/10억원)	2000	2005	2010
농어업	3.1	2.4	2.3
광업	6.5	4.8	4.4
제조업	5.2	3.5	2.0
건설업	9.6	6.7	5.9
서비스업	12.0	9.7	8.3
전체산업	8.3	6.3	4.8

자료: 한국은행, SK 증권

한국건설산업연구원 추정 적정 SOC 투자금액 전망



자료: 한국건설산업연구원 '새로운 SOC 패러다임과 투자전략-박수진' 발췌

(2) 지역 균형 발전을 위한 SOC 투자는 유효

앞서 설명했듯 문재인 정부에서의 SOC 투자는 적극적이고 공격적인 형태가 아닐 수 있으나, 현 시점에서 확실한 것은 경제 성장과 고용 창출, 특히 지역 균형 개발에 있어서의 SOC 투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다. 이는 문재인 정부의 공약에서 나타나는 1) SOC 예산 증액 검토, 2) 지역 균형 발전에서 찾아볼 수 있겠으나, 그 밖에 정치적 논리로도 접근 가능하다는 판단이다. 2018년 6월 13일은 대한민국 제7회 지방선거 및 재보궐선거가 예정되어 있다. 금번 대선이 다자 구도에 따라 지지율이 다소 분산된 만큼, 대선 이후 변화된 지역 민심을 어느 쪽에서 더 잘 달래는지가 내년에 있을 지방선거의 향방을 좌우한다고 해도 과언이 아니다. 특히, 지방선거일에 개헌 국민투표를 목표로 하고 있는 문재인 대통령의 강한 의지를 감안하면, 지역 균형 발전을 위한 인프라 투자는 현 시점에서 정책적으로 반드시 풀어야 할 숙제이다. 기존 공약에서 찾아볼 수 있듯, 과거 오랫동안 검토되어왔던 지역 거점 SOC 투자에 대해서는 적극적으로 검토하겠다는 입장이다. 혼란스러웠던 국정으로 인해 발주가 지연됐던 지역 거점 SOC 투자가 현 정부의 의지로 가시성이 증대된 것 역시 국내 건설업에는 고무적이다. 따라서 SK증권은 현 정부 정책 기조에서 지역 균형 발전을 위한 SOC 투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다. SOC 예산 역시 기존 17조 원에서 추경 이후 19조 원으로 증액 편성한 만큼, 현 정부의 SOC 연착륙 기조는 분명해 보인다.

2018년 선거 일정 (6/13)

선거	비고
대한민국 제7회 지방선거	지방 의회 및 지방자치단체장 선거
재보궐선거	서울시 노원구 병 안철수 국민의당 의원 대선 출마에 의한 사퇴

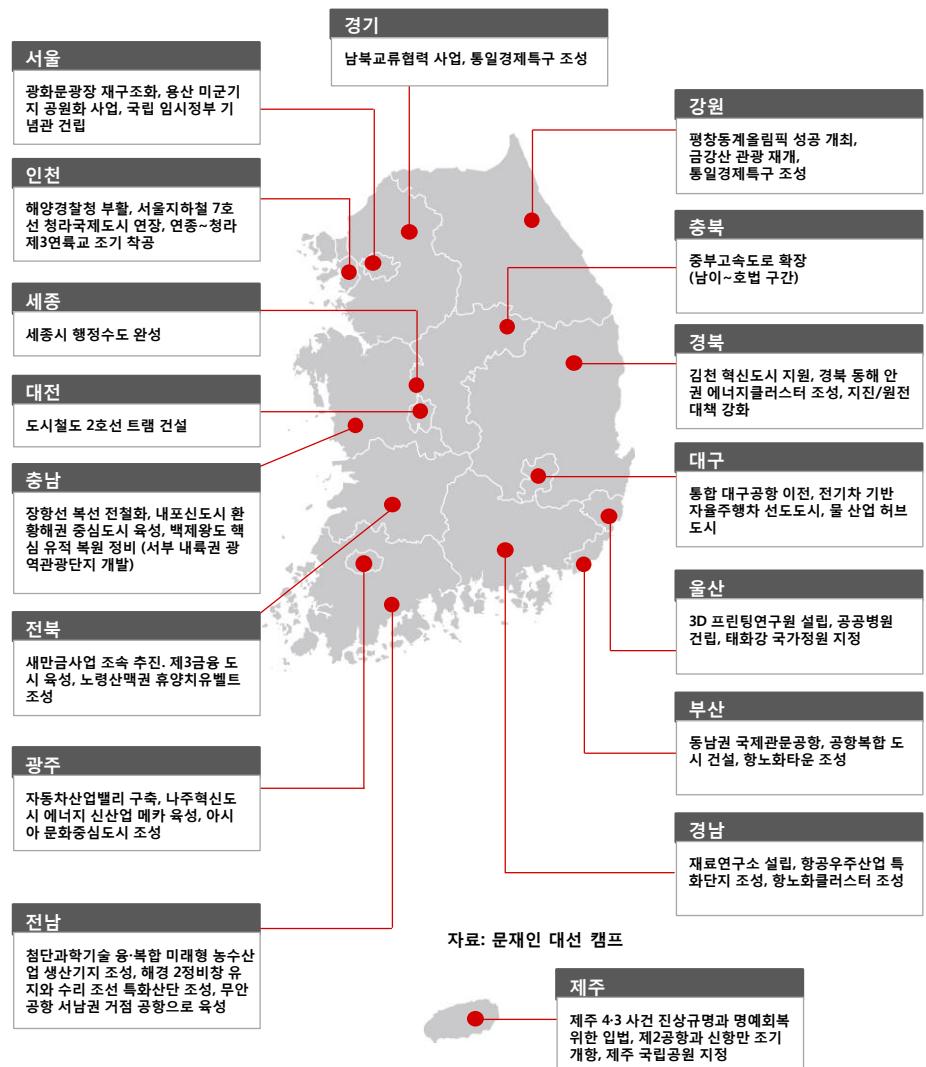
자료: 중앙선거관리위원회, SK증권

문재인 대통령 지역개발 주요 공약

지역	비고
부산, 경상	김해공항 동남권 관문공항으로 확장 부산혁신도시 '해양신산업벨트' 구축
대전, 충정	세종시 행정수도 역할 강화 중부권 동서 횡단철도 건설
광주, 호남	새만금 개발사업 가속화 무안 국제공항 육성
강원, 제주	춘천 스마트토이 도시 육성 제주 2공항, 신항만 조기 개항
그 밖에	GTX 확대, 한반도 X자형, U자형 고속철도망 건설 등

자료: 각종 언론, SK증권

문재인 대통령 주요 지역 공약 현황



자료: 문재인 대선캠프, SK 증권

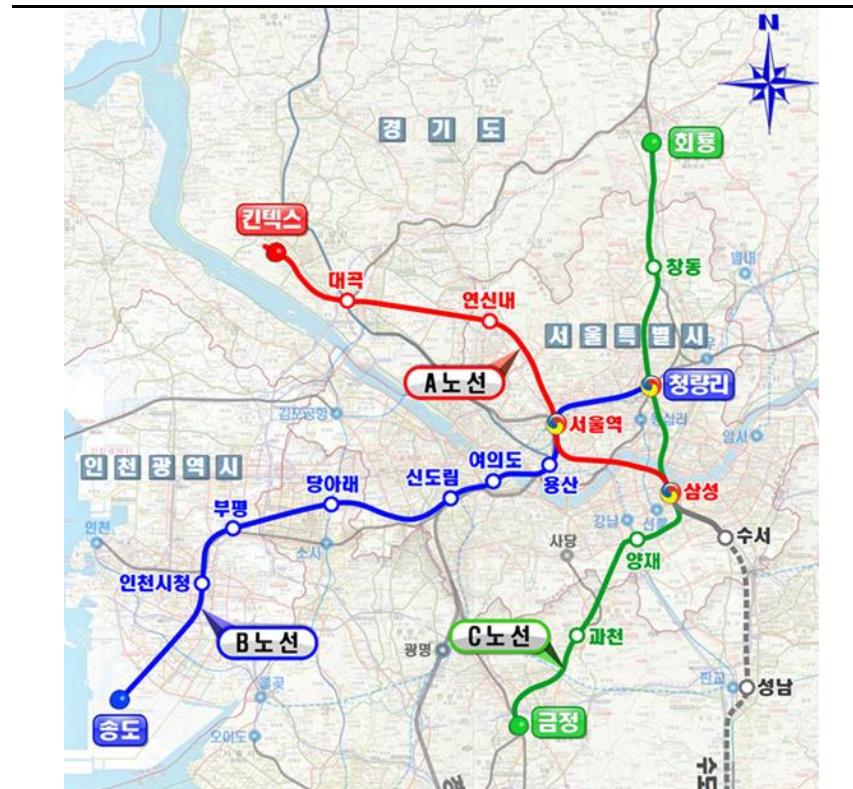
‘필요한 SOC에는 투자하자’는 정부에 입장은 지난 4/26 시공사가 선정된 GTX (수도권 광역급행철도) A 노선을 통해 확인할 수 있다. 국토교통부는 지난해 1 월 ‘제 3 차 대도시권 광역교통시행 계획 확정 고시’를 통해 착공이 기 확정되었던 GTX A 노선 (킨텍스~삼성) 외에 B, C 노선에 대한 적극적 검토를 포함하는 내용의 계획을 발표했다. GTX A 노선의 킨텍스~삼성 구간은 4/26 신한은행 컨소시엄 (공동 출자자 칸서스자산 운용, 도화엔지니어링, 신우이엔지 / 시공사 대림산업, 대우건설, SK 건설, 한진중공업 등)이 낙찰을 받게 되었으며, 연말 중 착공이 진행될 예정이다. GTX는 과거 현대산업이 컨소시엄을 구성, 총 투자비 12 조원 규모의 민자 SOC (BTO 방식)으로 제안되었던 사업이다. GTX가 개통되면 일산 킨텍스에서 삼성역까지 30 분에 주파할 수 있어, 문재인 대통령의 ‘출퇴근 시간 단축’ 공약과 일맥상통한다. SOC 예산 감축은 있으나, 지역 거점의 필요한 SOC 투자에 대해서는 적극적인 발주가 나올 것으로 기대된다.

GTX (수도권 광역급행철도) 노선별 세부 현황

구간	길이	현황	사업비
A노선	킨텍스~삼성	36.4km	신한은행 컨소시엄 낙찰
B노선	송도~청량리	48.7km	재기획중
C노선	의정부~금정	47.9km	예비타당성조사 시행

자료: 국토교통부, SK 증권

GTX (경기광역급행철도) 노선



자료: 국토교통부, SK 증권

(3) 몰려오는 신공항 발주 사이클

현 정부의 지역 거점형 SOC 투자 기조 속에, 가장 활발한 발주 모멘텀이 기대되는 공종은 공항이다. 지역 공항은 매번 대선, 지방선거 등 정치적 아젠다로 자주 등장하곤 한다. 특히 금번 지방선거를 앞두고 여러 건설 공약이 쏟아지는 가운데, 공항 관련 공약이 다시금 눈길을 끈다. 과거 이명박 대통령이 경남권 지역 신공항 건설을 공약으로 내세우며, 2009년 밀양과 가덕도 등 후보지까지 물색했으나 경제적 타당성 부족으로 백지화 된 바 있다. 이후 박근혜 대통령이 김해공항 옆 부지에 기존 공항과 유사한 규모의 신공항을 건설하는 것으로 확정하였으나, 정권 교체로 인해 다시금 지방 선거의 뜨거운 감자로 떠오르고 있는 상황이다.

여객 수요 증가와 더불어 지역 거점 인프라 확대 기조, 지방 구도심의 확장에 따른 기존 군공항 이전 등에 대한 니즈로 지역 신공항 건설에 대한 목소리는 계속 있어왔다. 그러나 지난 정권에서 추진하던 프로젝트, 현 정권에서 추진하고자 하는 프로젝트들이 더해지면서 현 시점에서 논의 중인 신공항 건설 프로젝트는 제주, 김해, 인천공항 4단계, 울릉도, 대구, 광주, 수원, 새만금 등 역대급으로 다양한 상황이다. 공항이라는 공종 자체가 짓는데까지 5~8년이 소요되고, 완공 후 추가 발주가 나오기 어려운 공종임을 감안할 때, 지역 다수의 공항이 활발히 논의되는 것은 매우 고무적이라고 할 수 있다.

지방선거를 앞두고, 다양하게 펼쳐지는 신공항 공약들 - ①

6.13 지방선거 앞두고 쏟아지는 건설공약

6.13 전국동시지방선거를 3 달여 앞두고 여야 예비후보자들 간 건설공약이 쏟아지고 있다. 올해는 건설 경기침체 국면이 장기화될 것으로 예상되는 가운데 지역개발을 통한 건설사 독려 및 일거리 창출 등이 주요 사안으로 다뤄지고 있다. 이에 따라 예비후보들은 각 지역별 특성을 고려한 건설 공약을 내놓으며 업계의 이목을 끈다. (중략) 먼저 홍준표 자유한국당 대표는 지난달 27일 김해신공항 건설에 따른 소음 문제 해소를 위해 '소음피해지역권 개발구역'을 지정한다는 내용의 공약을 발표했다. 또한 '김해 국제에어시티' 조성과 김해 일대 개발제한구역 해제를 통해 100만평 규모의 신도시를 건설하겠다는 구상도 밝혔다. (후략)

자료: 브릿지경제 발췌

지방선거를 앞두고, 다양하게 펼쳐지는 신공항 공약들 - ②

선거바람 타고 또 도자는 동남권 신공항 포퓰리즘

6.13 지방선거의 최대 격전지로 꼽히는 부산·경남(PK) 지역에서 동남권 신공항 재추진 문제가 선거 쟁점으로 부상하고 있다. (중략) 17대 대선에서 이명박 대통령 후보가 신공항 건설을 공약으로 내세우고 2009년 밀양과 가덕도 두 곳의 후보지까지 결정했으나 두 곳 모두 경제적 타당성 부족으로 백지화됐다. 이후 박근혜 대통령도 대선후보 시절 공약으로 제시하고 재추진했으나 결국 김해공항 확장으로 결론 냈다. 김해공항 확장으로 결론이 날 당시 영남권 5개 광역지방자치단체는 더 이상 문제 제기를 하지 않기로 합의하기도 했다. (후략)

자료: 서울경제 사설 발췌

사업이 이미 확정되어 시공사가 선정된 공항은 흑산도 공항으로, 예상 공사비는 1,300 억원이며 금호산업 컨소시엄이 수주했다. 흑산도 공항과 같은 소형 공항의 발주에서 알 수 있듯이, 정부의 공항 발주에 대한 의지는 매우 높다. 제주신공항 역시 타당성 검토를 마치고, 내년 하반기 정도 발주가 나올 것으로 예상된다. 공사비가 3 조원에 육박하는 만큼, 건설사별 컨소시엄 입찰이 예상된다. 인천공항 4 단계 (제 4 활주로 증설, 제 2 여객터미널 추가 확장)의 경우 인천공항 3 단계 (제 2 여객터미널 확장)가 지난해 3 분기에 준공되면서, 금년 하반기 중으로 발주가 나올 것으로 기대된다. 울릉도 공항 역시 금년 하반기 발주가 예정되어 있다. 기획재정부가 발표한 금년도 예비타당성 조사 신규 사업에는 김해신공항, 제주신공항이 포함되어 있어 사업 가시성이 더해지는 상황이다.

다양한 지역 거점 공항 공사 발주 계획

공항	예상 공사비	발주 예상 시점	비고
흑산도공항	1,300억원	2016년 11월	금호산업 수주
제주신공항	41조원 (사업비 4.8조원)	2019년 하반기	타당성 재검토 중
김해신공항	3조원 (사업비 5.9조원)	2019년 상반기	예비타당성 검토 완료
인천공항4단계	3.5조원 (사업비 4.2조원)	2018년 하반기	2017년 3단계 준공
울릉도공항	5,100억원	2018년 하반기	2017년 하반기 기본설계
대구신공항	5.8조원 (사업비 7.2조원)	미정	신공항 착공 이후 K2 이전
광주신공항	사업비 5.2조원	미정	무안으로 군공항 이전 예정
수원신공항	5조원 (사업비 7조원)	미정	화성으로 군공항 이전 예정
새만금신공항	사업비 4천억원	미정	김제/군산 공항 대체
백령도소형공항	사업비 790억원	미정	군/민간 겸용 신공항
서산신신공항	사업비 500억원	미정	군 공항에 민간 시설 추가

자료: 각종 언론, 국토교통부, SK 증권

2018년도 예비타당성 조사 신규사업 예산안 및 총 사업비

(십억원)	사업명	2018년 예산안	총 사업비
교육부	서울회관 재건축 사업	12.9	223.6
산업통상자원부	3D/4D 물리탐사 연구선 건조사업	0.0	172.5
해양수산부	대형방제선 건조사업	0.0	74.0
환경부	지중환경오염위해관리기술개발	5.7	115.8
국토교통부	김해신공항	6.4	5,957.6
	제주 제2공항	1.2	4,873.4
	도계~영월국지도건설	0.2	122.8
행정중심복합도시건설청	조치원 우회도로	1.3	132.7
	회덕IC 연결도로	0.7	72.1
새마금개발청	남북도로2단계 건설	19.2	365.5
산림청	새마금 수목원 조성	0.0	153.0
합계		47.6	12,263.0

자료: 기획재정부, SK 증권

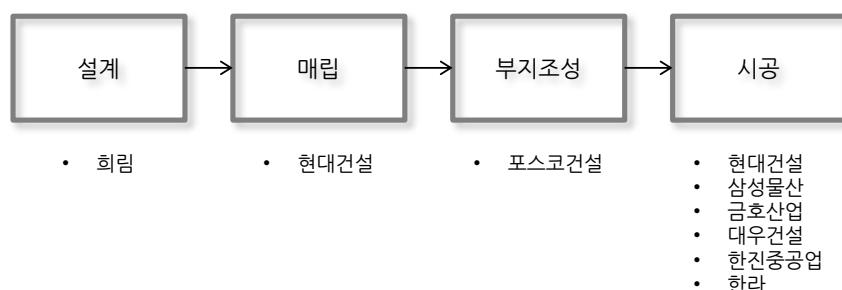
주요 신공항 상세 개요

흑산도공항		울릉도공항	
위치	전라남도 신안군 흑산면	위치	울릉군 사동항 일대
사업비	1,835억원	사업비	5,805억원
길이, 폭	1,200mx30m	길이, 폭	1,200mx30m
			
제주신공항		김해신공항 (기존 공항부지 옆 확장)	
위치	제주 서귀포시 성산읍 일대	위치	부산광역시 강서구 대저2동
사업비	4.1조원	사업비	5.9조원
길이, 폭	3,180mx45m	길이, 폭	기존 3,200mx60m, 2,743mx40m 신설 3,200mx60m
			

자료: 국토교통부, SK 증권

공항 공종에는 크게 설계, 매립, 부지조성, 시공 네가지 단계가 있는데, 단계마다 특화된 시공 능력을 보유하고 있는 건설사들에 주목할 필요가 있다. 시공의 경우는 아시아나 계열의 금호산업, 지금은 계열분리 되었지만 과거 대한항공 계열의 한진중공업 등이 많은 건설 실적을 보유하고 있다. 그 밖에 현대건설, 삼성물산, 대우건설, 한라 등과 같은 건설사들 역시 공항 시공 레코드가 많다. 설계의 경우는 희림이, 매립은 현대건설이, 부지조성은 포스코건설이 각각 공종에 특화되어 있는 대표 업체들이다. 향후 입찰 과정에서 공항 레코드가 많은 건설사들의 컨소시엄이 예상되기 때문에, 몰려드는 공항 발주 사이클에서 해당 업체들의 수혜가 기대되는 상황이다.

공항 공종별 특화 기업



자료: SK 증권

공항 건설 공종 세부 내용

	건설공정	공정 내용
토목공사	부지조성공사	표토제거, 흙깍기, 흙운반, 흙쌓기, 사토, 순성토 및 연약지반 처리 등이 포함되며 공사 현장의 여건에 따라 세부 공종이 추가됨
	포장공사	활주로, 계류장, 유도로, 노�, 주차장, 공항 내 구내 도로 및 진입도로 등의 포장공사 포함
	배수공사	Ditch Box, 배수암거, 수로, 흡관, 맨홀, 지하배수관 등의 시설공사 포함
	부대공사	울타리, 조경, 시험비용, 가설공사, 플랜트 설치 및 철거, 공사용 도로, 폐기물 처리비 등의 부대시설공사 등이 포함
건축공사	여객터미널	화물터미널, 및 각종 부대 건축물(관제탑 등)의 공사 비용 포함
	기계공사	급유시설, 옥회 플랜트(배수지, 오수처리장, 중수처리장, 소각 시설 등) 및 각종 유틸리티 관로 등 포함
	전기공사	인입설비, 수변전설비, 동력설비 및 조명설비 등 포함
항행안전시설공사	항행안전을 위한 무선시설과 착륙 등화시설, 활주로 및 유도로 등화시설 등 포함	
정보통신시설공사	통합정보시스템, 운항정보설비 및 통신망, 공항통신시스템, 주차관제시스템, 경비보안시스템 및 정보통신관로 등 포함	

자료: SK 증권

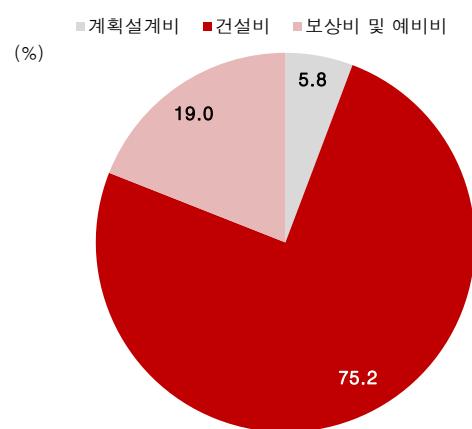
신공항 또는 공항 확장 사업비는 조 단위 규모가 많은데, 이 중 건설사가 가져가는 시공 관련 사업비는 전체의 50%에서 많게는 70% 이상에 육박한다. 공항 건설에서 사실상 토지 이전에 관련한 보상비, 계획, 감리, 설계비용을 제외하면 대부분의 경우는 건설비용이라고 할 수 있겠다. 따라서 신공항 프로젝트 하나만 발주가 나오더라도 금호산업, 한라, 한진중공업, 희림 등의 공항 특화된 중소형 건설주에게는 매우 좋은 발주 모멘텀이 된다고 할 수 있겠다.

지난해 준공을 마친 인천공항 3 단계 사업의 경우는 기존 공항에 여객 터미널을 확장하는 사업으로, 총 사업비 5.9 조원 중 건설비가 4.45 조원으로 무려 75.2%를 차지한다. 반면 김해신공항의 경우 기존 공항 옆 부지를 신규로 매입하여 사업이 진행되므로 전체 사업금액 5.8 조원 중 보상비 및 예비비가 차지하는 비중이 1.9 조원으로 33%에 이르며, 공사비는 이 중 절반 수준인 2.86 조원 수준이다. 물론 접근 교통망 및 인프라 공사를 포함하게 될 경우 공사비는 67% 수준까지 높아지게 된다. 즉, 보수적으로 전체 사업비 중 60% 수준이 공사비 비중으로 추정 가능하다.

다만, 공항 공사의 경우 마진이 높은 공종은 아니다. 매출총이익률 기준 5~7% 수준으로, 판관비를 감안하면 영업이익률은 낮은 한자릿수대에 그칠 것으로 예상된다. 그러나 매출액 사이즈 자체가 크기 때문에 비록 마진율은 낮지만 이익의 볼륨이 크다는 장점이 있다. 또한 플랜트처럼 공사 과정에서 발생할 리스크가 적고, 주택과 같이 경기변동에 따른 리스크를 감수할 필요성이 없기 때문에 중소형 건설사 입장에서는 매우 매력적인 공종이라고 할 수 있겠다.

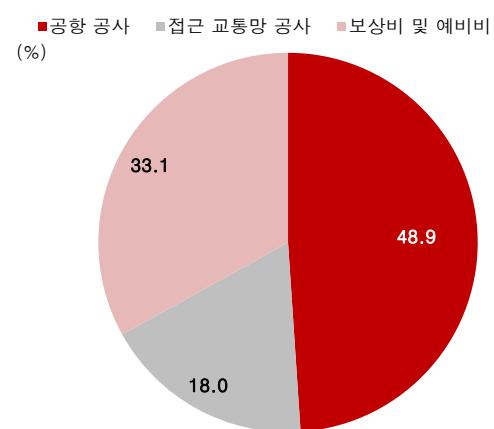
보고서에서는 조단위 금액의 큰 공항 공사인 1) 인천공항 4 단계, 2) 제주신공항, 3) 김해신공항에 대해 간략히 정리해보았다.

인천공항 3 단계 사업비 세부 항목별 비중



자료: 국토교통부, SK 증권

김해신공항 예상 사업비 세부 항목별 비중



자료: 국토교통부, SK 증권

(3)-1. 인천공항 4 단계

인천공항 3 단계 준공으로 제 2 여객터미널이 1/18 개장을 했다. 개장 이후 전체 여객은 전년 동기대비 12.4% 증가한 것으로 추산되며, 이 중 27%가 제 2 여객터미널을 이용한 것으로 집계됐다. 인천공항 4 단계는 제 2 여객터미널을 추가 확장하는 사업으로, 약 8 조원의 생산유발효과와 2.8 조원의 부가가치 유발효과가 발생될 것으로 기대된다. 총 사업비는 4.2 조원 수준으로 제 2 터미널 확장 및 제 4 활주로를 신설하는 것을 골자로 한다. 4 단계 사업이 마무리 되면 연간 인천공항의 여객처리용량은 현재 7,200 명에서 1 억명으로 증가하게 될 것으로 기대된다. 설계사인 희림은 806 억원 규모의 CM 용역사로 최근 선정되었다. 시공사의 본격적인 입찰은 8 월 예정이며, 규모와 발주 가시성 측면에서 가장 기대되는 프로젝트라고 할 수 있겠다.

인천공항 4 단계 공사비 및 사업비

공항	예상 공사비	발주 예상 시점	비고
인천공항4단계	3.5조원 (사업비 4.2조원)	2018년 하반기	2017년 3단계 준공

자료: 국토교통부, SK 증권

인천공항 단계별 건설 계획

비고	1단계	2단계	3단계	4단계	최종단계 (누계)
사업기간	1992년 ~ 2001년	2002년 ~ 2008년	2009년 ~ 2017년	2018년 ~ 2023년	1992년 ~ 2029년
사업금액	5조6,323억원	2조9,688억원	4조9,303억원	4조1,900억원	-
부지조성	11.724 km ²	9.568 km ²	1.105 km ²	-	47.428 km ²
활주로	2본(3,750 x 60m)	1본(4,000 x 60m)	-	1본(3,750 x 60m)	5본
여객터미널	T1(0.496 km ²)	-	T2(0.35 km ²)	T2(+0.3 km ²)	4동(1.39 km ²)
탑승동	-	0.166 km ²	-	-	T3(0.078 km ²)
여객계류장	60개(1.267 km ²)	48개(1.17 km ²)	56개(0.79 km ²)	-	260개(4.398 km ²)
화물계류장	24개(0.43 km ²)	12개(0.307 km ²)	21개(0.418 km ²)	-	105개(1.901 km ²)
화물터미널	0.129 km ²	0.129 km ²	-	-	0.471 km ²
운항횟수(회)	24만	17만	-	17.4만	79.1만
여객(명)	3,000만	1,400만	1,800만+1,000만	2,800만	1억3천만
화물(톤)	270만	180만	130만	-	1,000만

자료: 인천공항공사, SK 증권

(3)-2. 제주신공항

기존의 제주공항은 현재 수용 능력이 2,000 만명으로 추산되며, 2018년 포화 상태가 될 것으로 예상된다. 제주공항의 수요는 2020년 3,211 만명, 2035년이면 4,549 만명 수준에 이를 것으로 보여, 사실상 추가 공항 증설이 필요한 상황이다. 현재 타진된 신 공항 후보지는 제주도 동쪽 성산읍 고성리, 신산리, 온평리, 난신리 일대 부지로, 신설 공항의 수용 능력은 2,500 만명 수준이다. 사업비는 총 4.87 조원이며 이 중 공사비는 69% 수준인 3.4 조원이다. 앞서 소개한 기획재정부의 예비타당성 검토 프로젝트 중 하나로 가시성이 높은 사업이나, 현재 항공기 소음피해로 인한 지역민의 생활권 제한 등 의 노이즈가 있는 상태이다. 보상 및 이주 대책에 대한 합의점을 마련하는 것 역시 중요한 상황이며, 신공항 타당성 검토를 맡았던 용역 업체가 사업 철수 의사를 밝힘에 따라 발주 시점은 내년으로 이연될 전망이다.

제주공항 인프라 확충사업(제주신공항)

		본조사 공사비	사업비 내 비중(%)	공사비 내 비중(%)
(십억원)				
공사비	AIRSIDE	토공사	745	15.3
		포장공사	173	3.6
		배수공사	80	1.6
		부대공사	73	1.5
		폐기물처리	-	0.0
	LANDSIDE	LANDSIDE	155	3.2
		건축시설	1,185	24.3
		유틸리티	-	0.0
		기계공사	163	3.4
		전기공사	53	1.1
시설부대경비	시설부대경비	항행안전무선시설	78	1.6
		항공등화시설	131	2.7
		정보통신시설	234	4.8
		부가기자세	307	6.3
		소계	3,376	69.3
		기본설계비	39	0.8
		실시설계비	79	1.6
		측량비 및 조사비	38	0.0
		시설부대비	5	0.1
		전면책임감리비	41	0.8
보상비	보상비	부가기자세	20	0.4
		소계	223	4.6
		용지구입비	676	13.9
		소음피해보상비	13	0.3
		지장물보상비	135	2.8
	소계	824	16.9	
예비비		442	9.1	
장비/차량 구입비		7	0.1	
총사업비		4,873	100.0	

자료: 『제주공항인프라 확충사업』 한국개발연구원, SK 증권

(3)-3. 김해신공항

김해신공항은 부산, 영남권의 뜨거운 감자이다. 박근혜 정권 당시 기존의 김해공항 옆 부지에 김해신공항을 신설할 것을 확정했으나, 정권 교체 이후 지방선거를 앞두고 여러 후보들의 다양한 의견이 나오고 있는 상황이다. 앞서 설명했듯이 제주신공항과 함께 기획재정부 예비타당성 검토 대상인 사업으로, 사업 가시성은 높은 편에 속한다.

김해신공항에 대해 김현미 국토부장관은 ‘영남 5 개 지방자치단체가 협의하고, 전문 기관을 통해서 김해신공항을 원안대로 추진하는 것으로 결정됐기 때문에, 거기에 맞춰 기본 계획 수립을 하겠다’는 입장을 밝히며 논란에 대해 일축하는 모습이다.

그러나 김해신공항 건설을 위한 사전 절차인 기본계획 수립, 전략 환경영향 평가 용역 등의 프로세스가 활주로 방향 확정 지연, 지역주민 반대 등의 이유로 차질을 빚고 있어 계획은 다소 지연될 것으로 보인다. 국토교통부가 발표한 계획으로는 금년도 하반기에 기본 계획을 고시하고, 2019년부터 기본설계 및 실시설계를 진행할 것으로 예정되어 있다. 현 속도대로라면 제주신공항보다는 다소 빨주 속도가 빠를 것으로 전망된다. 전체 사업비는 5.8조원이며, 이 중 공사비는 3.9조원 (공항건설+접근교통망)으로 사업비의 67% 수준이다.

김해신공항 사업비 추산

(십억원)	사업계획안	예비타당성조사	
		검토안	수정안
공항건설 (A)	3,570	5,497	4,792
공사비	2,760	3,410	2,860
시설부대경비		235	203
보상비	810	973	973
예비비		462	404
장비차량구입비		5	5
부가가치세		411	347
접근교통망 (B)	600	1,162	1,051
접근도로	380	546	435
접근철도	220	616	616
합계 (A+B)	4,170	6,660	5,843

자료: 국토교통부, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세연

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

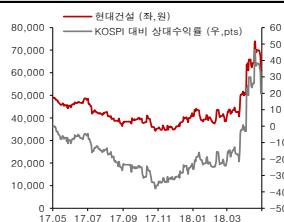
Company Data

주본금	557 십억원
발행주식수	11,145 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,782 십억원
주요주주	
현대자동차(주)(외)	34.91%
국민연금공단	12.22%
외국인지분률	19.70%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(18/05/25)	60,900 원
KOSPI	2460.80 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	74,000 원
52주 최저가	34,250 원
60일 평균 거래대금	167 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	30.6%	30.5%
6개월	91.5%	97.6%
12개월	40.5%	32.0%

현대건설 (000720/KS | 매수(유지) | T.P 77,000 원(상향))

경협, 인프라, 해외수주의 삼박자

북미정상회담 및 남북관계가 가변적으로 훌러가면서 현대건설의 주가 변동이 크다. 그러나 경협 대장주로서의 합리적 프리미엄을 감안해야 할 필요가 있다는 판단이다. 줄어드는 SOC 예산에도 불구하고, 현대건설의 강점 공종인 매립, 공항 등에서의 발주 모멘텀은 지속될 것으로 보인다. 해외 수주 역시 연간 10조원 이상 달성을 가능할 것으로 보여, 경협, 인프라, 해외 수주의 삼박자가 맞아 떨어지는 한 해가 될 것으로 기대된다

경협 대장주로서의 합리적인 프리미엄

현대건설의 경협 레코드는 7 천억원 수준으로 절대 금액은 적지만, 경협 발주가 나올 경우 상장성으로 인해 주가가 상승 탄력을 받을 가능성이 크다. 현재까지 확정된 남북 경협 사업 금액은 국내 건설시장의 1년치 토목 발주와 유사한 수준으로, 주택 매크로 둔화에 따른 건설 섹터 멀티플 할인 요소를 제거하기에 충분하다. 현대건설의 경협 대장주로서의 입지를 고려하여 섹터 목표배수에 20% 프리미엄을 부과한 1.2X를 목표배수로 설정, 목표주가를 77,000 원으로 상향하며 대형 건설주 내 차선호주 추천을 유지한다. 단기 주가 변동이 불가피하지만, 합리적인 업사이드는 열려있다는 판단이다.

신공항 공사, 새만금 매립, 민자 SOC 등 인프라 강자 면모 재부각

SOC 예산 축소 기조에도 불구하고, 현대건설의 강점 공종에서의 발주 모멘텀이 우호적이라는 점에 주목한다. 지방선거 이후 순차적으로 발주될 신공항 공사, 새만금 개발에 따른 매립 공사 등 현대건설에 유리한 토목 발주가 기다리고 있는 점은 긍정적이다. 향후 민자 SOC 시장이 확대될 경우 역시 현대건설의 보유 현금 능력과 민자 SOC 레코드를 바탕으로 시장 우위를 선점할 가능성이 높아, 인프라 강자로서의 면모가 재부각될 것으로 보인다.

긍정적인 해외 발주 사이클, 수주 텁어라운드 기대

글로벌 에너지 업체들의 CAPEX 사이클 도래와 더불어 한국 건설사의 주요 발주 텁발인 사우디, UAE 등에서 화학 설비 투자 소식이 활발히 들려오고 있다. 현대건설은 사우디 조선소, 송변전, 태국 정유 등 활발한 입찰을 통해 연간 10조원을 상회하는 해외 수주 달성이 가능할 것으로 보여, 2018년은 해외 수주 대장주로서의 텁어라운드 역시 시현할 것으로 기대된다.

영업실적 및 투자지표

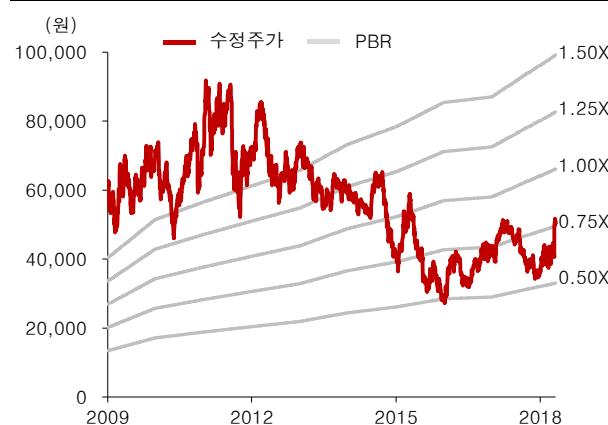
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	19,233	18,825	16,887	16,964	17,885	19,048
yoY	%	11.3	-2.1	-10.3	0.5	5.4	6.5
영업이익	십억원	1,089	1,159	986	1,052	1,080	1,225
yoY	%	31.4	6.4	-14.9	6.7	2.6	13.5
EBITDA	십억원	1,285	1,349	1,179	1,237	1,254	1,389
세전이익	십억원	898	981	555	968	997	1,144
순이익(지배주주)	십억원	421	572	202	508	524	600
영업이익률%	%	5.7	6.2	5.8	6.2	6.0	6.4
EBITDA%	%	6.7	7.2	7.0	7.3	7.0	7.3
순이익률	%	2.2	3.0	1.2	3.0	2.9	3.2
EPS	원	3,777	5,133	1,810	4,562	4,697	5,387
PER	배	7.6	8.3	20.1	13.4	13.0	11.3
PBR	배	0.6	0.8	0.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	2.8	3.5	3.4	5.6	5.6	5.1
ROE	%	12.1	12.1	5.8	10.7	10.0	10.4
순차입금	십억원	397	-18	-49	83	227	276
부채비율	%	161.8	144.6	117.5	106.4	100.1	95.0

현대건설 목표주가 재산정

	2016	2017	2018E	2019E
BPS (원)	56,786	58,029	64,046	70,257
BPS Growth (%)	10.6	2.2	10.4	9.7
ROE (%)	12.1	5.8	10.7	10.0
PBR (X)	0.75	0.63	0.95	0.87
Target BPS (원)	64,046	2018년 예상 BPS		
Target PBR (X)	1.2	대형 건설주 목표배수 1.0X에서 20% 할증		
목표주가 (원)	77,000			
현재주가 (05/25, 원)	60,900			
Upside (%)	26.4			
기존목표주가 (원)	64,000			
변동률 (%)	20.3			

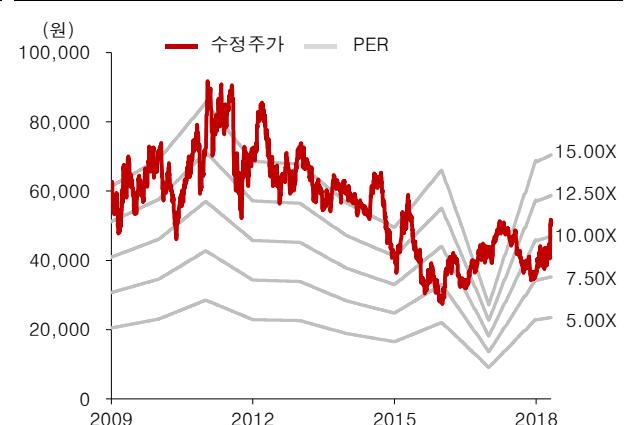
자료: SK 증권

현대건설 12M Forward PBR Band 추이



자료: FnGuide, SK 증권

현대건설 12M Forward PER Band 추이



자료: FnGuide, SK 증권

현대건설 1Q18 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q18	1Q17	YoY (% %p)	4Q17	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	3,538.2	4,129.7	-14.3	4,306.2	-17.8	3,958.6	-10.6
영업이익	218.5	228.6	-4.4	210.0	4.0	233.3	-6.4
영업이익률 (%)	6.2	5.5	0.6	4.9	1.3	5.9	0.3
세전이익	211.8	46.8	352.4	29.8	611.7	179.0	18.3
세전이익률 (%)	6.0	1.1	4.9	0.7	5.3	4.5	1.5

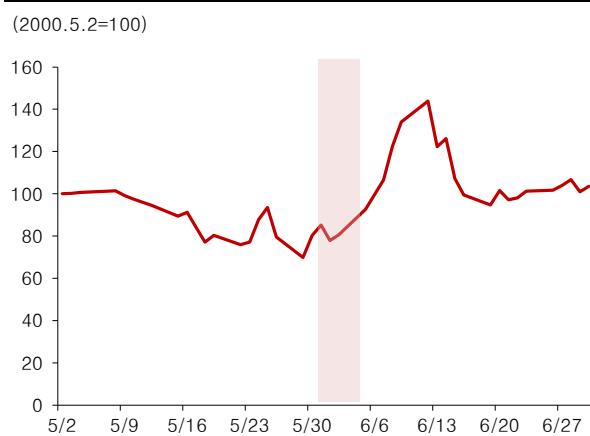
자료: 현대건설, SK 증권

현대건설 대북 사업 현황

(단위: 십억원)	현장명	계약고	공사 기간
토목	개성공단 폐수종말처리시설건설공사	13.1	2005~2007
	금강산여객선 부두시설공사	94	1998~2000
건축	금강산면회소 건립공사	51.7	2005~2008
	개성공업지구 직업훈련센터 신축공사	10.6	2006~2007
	남북경제협력협의사무소 숙소	3.2	2006~2007
	남북경제협력사무소청사	7.5	2006~2007
	금강산관광지구 소방서 신축공사	1.5	2007~2008
	금강산 편의시설 온천장 신축	25.4	1999~2000
	금강산관광 편의시설 2 차공사	3.2	2000~2001
	평양 아산 종합체육관	50.3	2000~2003
	평양 아산 종합체육관	4.6	2000~2001
	대북경수로 원전주 설비공사	151.7	1999~2002
플랜트	KEDO 원전 부대공사	60.3	1999~2002
	KEDO 원전 도, 방수로 및 사택공사	43.9	1999~2002
	KEDO 원전 기반시설공사	113.5	1999~2002
	LWR 공사	69.6	1997~1999
전력(에너지)	개성공단 전력공급	0.7	2006~2007
	개성변전소 조경공사	0.1	2006~2007
	지붕 재생산설비 기자재 공급공사	2.2	1999~2000
	154KV 개성변전소 토건공사	1.6	2006~2007
	154KV 개성변전소 건설공사	0.9	2006~2007
합계		709.6	

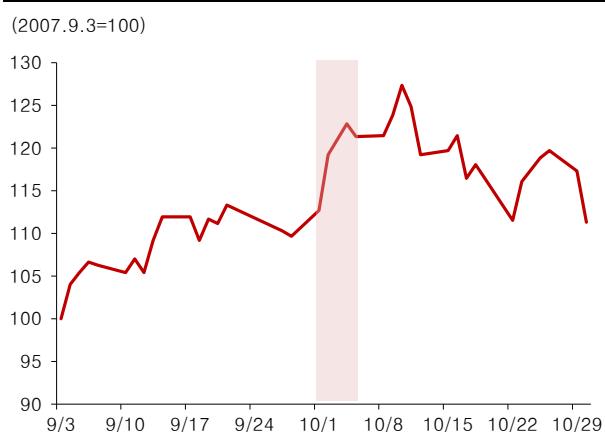
자료: 현대건설, SK 증권

현대건설 주가 추이 (1차 남북회담: 2000년 6월)



자료: FnGuide, SK 증권

현대건설 주가 추이 (2 차 남북회담: 2007년 10월)



자료: FnGuide, SK 증권

현대건설 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	16,854	16,964	17,885	4,139	4,208	4,243	4,264	3,538	4,178	4,272	5,031
국내	9,638	9,467	9,800	2,213	2,414	2,534	2,476	1,958	2,397	2,413	2,739
현대건설	6,027	6,254	6,211	1,320	1,521	1,624	1,562	1,239	1,587	1,630	1,799
현대엔지니어링	3,363	2,958	3,327	825	831	850	856	624	746	722	866
기타	247	255	262	68	62	60	58	95	64	62	75
해외	7,217	7,497	8,085	1,919	1,801	1,710	1,788	1,580	1,781	1,858	2,292
현대건설	4,107	4,408	4,267	1,152	1,021	971	963	888	1,026	1,081	1,413
현대엔지니어링	2,905	2,878	3,600	704	728	689	784	632	703	724	819
기타	205	211	218	63	51	50	41	60	52	53	60
현대건설	10,134	10,662	10,478	2,472	2,543	2,594	2,525	2,127	2,613	2,711	3,212
현대엔지니어링	6,268	5,835	6,927	1,529	1,559	1,540	1,640	1,256	1,449	1,446	1,685
기타	453	466	480	138	106	109	99	155	116	115	135
매출총이익률 (%)	10.6	11.3	11.0	11.2	10.8	10.3	10.2	11.8	11.7	11.9	11.1
국내	14.8	13.0	13.7	13.3	13.8	16.1	16.0	12.5	13.8	14.3	13.0
해외	5.1	9.1	7.8	8.8	7.2	1.7	2.3	10.9	8.8	8.7	8.9
현대건설	8.3	9.3	9.1	9.3	7.2	8.3	8.6	9.1	9.0	9.2	9.8
현대엔지니어링	13.7	14.1	14.0	13.6	15.6	13.5	12.2	14.3	14.0	14.1	14.1
영업이익	1,010	1,052	1,080	244	266	281	219	218	279	296	313
영업이익률(%)	6.0	6.2	6.0	5.9	6.3	6.6	5.1	6.2	6.7	6.9	6.2
지배주주순이익	202	508	524	16	140	57	-11	100	132	135	142
순이익률(%)	1.2	3.0	2.9	0.4	3.3	1.3	-0.3	2.8	3.1	3.2	2.8

자료: 현대건설, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,938	13,250	13,019	13,421	14,029
현금및현금성자산	2,150	2,107	1,965	1,811	1,752
매출채권 및 기타채권	7,122	5,398	6,274	6,615	7,045
재고자산	1,199	2,106	1,115	1,201	1,279
비유동자산	4,936	5,182	5,639	6,153	6,560
장기금융자산	682	1,044	1,055	1,065	1,076
유형자산	1,498	1,399	1,311	1,235	1,168
무형자산	810	760	760	760	760
자산총계	19,873	18,432	18,658	19,574	20,588
유동부채	8,750	7,219	6,887	7,066	7,313
단기금융부채	192	396	361	359	357
매입채무 및 기타채무	5,161	4,561	4,287	4,490	4,761
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	2,999	2,740	2,732	2,725	2,717
장기금융부채 (시채+장차)	1,968	1,696	1,687	1,679	1,671
장기매입채무 및 기타채무	43	139	139	139	139
장기충당부채	448	424	424	425	425
부채총계	11,749	9,959	9,620	9,790	10,029
지배주주지분	6,329	6,468	7,138	7,830	8,632
자본금	557	557	557	557	557
자본잉여금	1,040	1,032	1,032	1,032	1,032
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,622	4,813	5,484	6,176	6,978
비지배주주지분(연결)	1,796	2,005	1,900	1,953	1,927
자본총계	8,125	8,473	9,039	9,783	10,559
부채와자본총계	19,873	18,432	18,658	19,574	20,588

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	1,087	514	211	166	260
당기순이익(순실)	732	372	726	748	858
비현금수익비용기감	647	773	776	772	770
유형자산감가상각비	136	134	126	115	105
무형자산상각비	54	59	59	59	59
기타	450	316	316	316	316
운전자본감소(증가)	-292	-631	-1,291	-1,354	-1,368
매출채권의감소(증가)	581	1,280	-877	-341	-430
재고자산의감소(증가)	283	-186	990	-85	-78
매입채무의증가(감소)	211	-594	-274	203	271
기타	-1,367	-1,131	-1,131	-1,131	-1,131
법인세납부	-200	-283	-283	-283	-283
투자활동으로 인한 현금흐름	-775	-16	25	26	26
금융자산감소(증가)	-622	-13	26	26	27
유형자산처분(취득)	4	11	11	11	11
무형자산감소(증가)	-5	-3	0	0	0
기타투자활동	26	38	38	38	38
재무활동으로 인한 현금흐름	-177	-381	-219	-185	-185
단기금융부채의 증가(감소)	-273	-272	-103	-69	-68
장기금융부채의 증가(감소)	204	0	-8	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-56	-56	-56	-56	-56
기타재무활동	-53	-53	-53	-53	-53
현금의 증가	153	-43	-142	-153	-59
기초현금	1,997	2,150	2,107	1,965	1,811
기밀현금	2,150	2,107	1,965	1,811	1,752
FCF	908	465	162	117	210

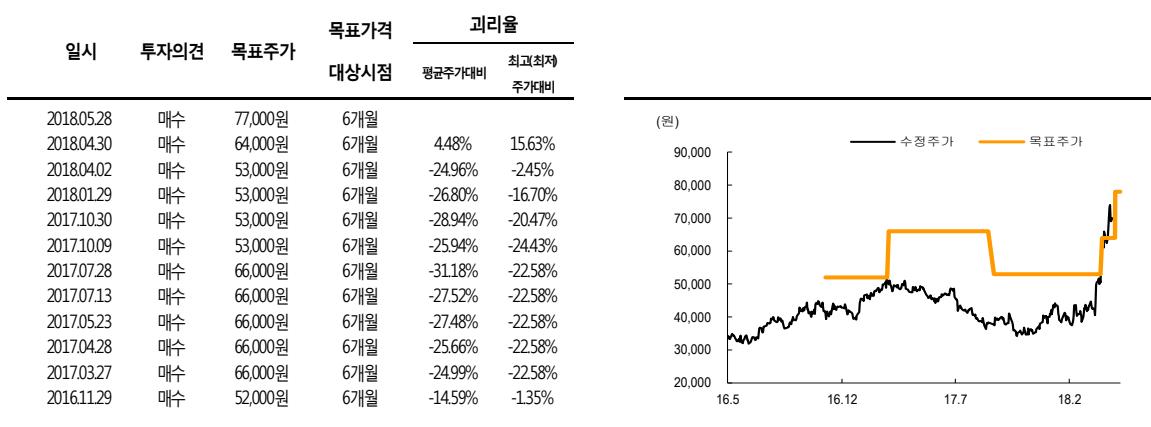
자료: 현대건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,825	16,887	16,964	17,885	19,048
매출원가	16,895	15,108	15,047	15,911	16,870
매출총이익	1,930	1,779	1,917	1,974	2,177
매출총이익률(%)	10.3	10.5	11.3	11.0	11.4
판매비와관리비	771	793	865	894	952
영업이익	1,159	986	1,052	1,080	1,225
영업이익률(%)	6.2	5.8	6.2	6.0	6.4
조정영업이익	1,159	986	1,052	1,080	1,225
비영업손익	-177	-431	-84	-83	-82
순금융손익	-8	16	19	20	21
외환관련손익	77	-201	-204	-207	-209
관계기업등 투자손익	-6	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	981	555	968	997	1,144
세전계속사업이익률(%)	5.2	3.3	5.7	5.6	6.0
계속사업법인세	250	183	242	249	286
계속사업이익	732	372	726	748	858
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	732	372	726	748	858
순이익률(%)	3.9	2.2	4.3	4.2	4.5
지배주주	572	202	508	524	600
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	1.2	3.0	2.9	3.2
비지배주주	160	170	218	224	257
총포괄이익	842	444	799	821	930
지배주주	664	202	363	372	422
비지배주주	178	243	436	448	508
EBITDA	1,349	1,179	1,237	1,254	1,389

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-2.1	-10.3	0.5	5.4	6.5
영업이익	6.4	-14.9	6.7	2.6	13.5
세전계속사업이익	9.3	-43.5	74.5	3.0	14.7
EBITDA	5.0	-12.6	4.9	1.4	10.8
EPS	35.9	-64.7	152.1	3.0	14.7
수익성(%)					
ROA(%)	3.7	1.9	3.9	3.9	4.3
ROE(%)	12.1	5.8	10.7	10.0	10.4
EBITDA마진(%)	7.2	7.0	7.3	7.0	7.3
안정성(%)					
유동비율(%)	170.7	183.5	189.0	189.9	191.8
부채비율(%)	144.6	117.5	106.4	100.1	95.0
순차입금/자기자본(%)	-0.2	-0.6	0.9	2.3	2.6
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	16.4	16.7	18.6
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	5,133	1,810	4,562	4,697	5,387
BPS	56,786	58,029	64,046	70,257	77,452
CFPS	8,274	5,069	8,175	8,271	9,169
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	8.8	28.5	16.2	15.8	13.7
PER(최저)	5.3	18.7	7.5	7.3	6.4
PBR(최고)	0.9	1.0	1.3	1.2	1.0
PBR(최저)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	5.2	7.2	7.4	7.4	6.6
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.8	6.7	6.8	6.1
EV/EBITDA(최저)	2.2	3.2	3.2	3.2	2.9



Compliance Notice

- 작성자(김세현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2018년 5월 28일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세연
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	181 십억원
발행주식수	3,614 만주
자사주	97 만주
액면가	5,000 원
시가총액	430 십억원
주요주주	
금호홀딩스(외5)	49.04%
외국인지분율	10.40%
배당수익률	3.70%

Stock Data

주가(18/05/25)	12,000 원
KOSPI	2460.80 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	15,650 원
52주 최저가	8,260 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.8%	13.7%
6개월	49.3%	54.1%
12개월	37.1%	28.8%

금호산업 (002990/KS | 매수(유지) | T.P 18,000 원(상향))

디스카운트 요인의 해소, 좋아질 실적을 기다리자

금호산업의 주가 할인 요인인 금호타이어 이슈, 아시아나항공 자금조달 이슈는 모두 소강상태에 접어들었다. 2018년은 잔고가 매출화되며 성장성에 시동이 걸리는 한 해가 될 것으로 기대, 연간 500억원 이상의 영업이익 달성이 가능할 전망이다. 아시아나항공 보유 지분가치를 감안, 목표주가를 18,000 원으로 상향하며, 중소형 건설주 내 Top-pick 추천을 유지한다. 신공항 발주 사이클 역시 주기에 좋은 모멘텀으로 작용할 전망이다

복잡한 이슈는 가고, 좋아질 실적이 온다

금호산업의 벨류에이션 디스카운트 요소였던 금호타이어 인수 가능성 및 아시아나항공 재무구조 악화에 따른 자금 출연 리스크 등이 해소되었다. 박삼구 회장의 우선매수권 포기와 더불어 상표권 계약 역시 마무리되면서 더 이상 금호타이어의 노이즈가 발생할 여지가 없는 상황이다. 자회사인 아시아나항공의 자금 조달 역시도 사옥 매각 및 채권 단과의 MOU를 통한 여신 기한 연장 등으로 소강되어 가는 상황이다. 금호산업의 보유 수주잔고는 4.5년치로, 지난 4분기부터 잔고의 매출화가 두드러지면서 성장세가 나타나고 있다. 이는 중소형 건설사가 2018년 실적이 pick-out 하는 것과 대조적으로, 2018년 하반기부터는 성장 속도가 더욱 가파를 것으로 전망된다. 1분기의 경우 현장 화재에 따른 일회성 손실 반영으로 기대에 다소 못미치는 마진을 달성했으나, 연간 500억원을 상회하는 영업이익 달성에는 무리가 없을 것으로 판단된다.

신공항 공사의 최대 수혜주!

금호산업은 국내 공항공사 3위업체로, 필리핀 푸에르토 프린세사 공항 등 다수의 공항 실적을 보유하고 있다. 신공항 공사 발주의 신호탄인 흑산도 공항을 기수주하였으며, 향후 김해신공항, 제주신공항 및 지역 거점 군공항의 이전 등에 따른 활발한 공항 발주가 나타날 것으로 기대된다. 금호산업의 매출액 규모를 감안할 때, 지방선거 이후 도래할 신공항 발주 사이클의 최대 수혜주가 될 것으로 예상한다.

멀티플 정상화 및 보유 지분가치 감안, 목표주가 18,000 원으로 상향

디스카운트 이슈의 제거로 인해 금호산업의 목표주가를 멀티플 벨류에이션이 아닌 Sum-of-the-parts 방식을 통해 지분가치를 고려하였으며, 이에 따라 18,000 원으로 상향 조정, 중소형 건설주 내 Top-pick 추천을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,531	1,354	1,298	1,394	1,608	1,794
yoY	%	0.5	-11.6	-4.1	7.4	15.4	11.6
영업이익	십억원	21	42	31	49	75	82
yoY	%	-47.8	101.2	-25.7	58.0	53.1	8.9
EBITDA	십억원	22	43	32	51	78	89
세전이익	십억원	-15	78	100	80	111	121
순이익(지배주주)	십억원	-6	36	95	76	106	115
발표영업이익률%	%	1.4	3.1	2.4	3.5	4.7	4.6
EBITDA%	%	1.4	3.2	2.5	3.6	4.9	4.9
순이익률	%	-0.4	2.7	7.3	5.4	6.6	6.4
EPS	원	-174	1,018	2,636	2,099	2,929	3,187
PER	배	n/a	9.5	3.6	5.7	4.1	4.1
PBR	배	1.8	1.1	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	25.9	11.0	14.1	10.1	5.4	5.4
ROE	%	-2.1	12.0	27.1	18.0	21.4	19.6
순차입금	십억원	54	133	113	81	-10	-10
부채비율	%	351.5	309.5	227.2	196.1	167.5	143.0

Sum-of-the-parts 밸류에이션에 따른 금호산업 내재가치 산정

(단위: 십억원)	비고
금호산업 영업가치 (A)	400.0 EBITDA*EV Multiple
EBITDA	64.5 2018~2019E 평균 EBITDA
EV/EBITDA (배)	6.2 건설 업종 EV/EBITDA 8.2X에서 25% 할인
아시아나항공 지분가치 (B)	271.2 지분가치에서 20% 할인 적용
아시아나항공 시가총액 (03/02)	1,013
금호산업 지분율 (%)	33.5
순차입금 (C)	35.4 2018~2019E 평균 순차입금
Net Asset Value (D=A+B-C)	635.8
number of shares (E, 천 주)	35,899 자사주 차감
주당NAV (D/E, 원)	18,000
현재주가 (원, 05/25)	12,000
Upside (%)	50.0
기준목표주가 (원)	14,000
변동률 (%)	28.6

자료: SK 증권

아시아나항공 시가총액 할인율에 따른 금호산업 내재가치 변화

(단위: 십억원)	30% 할인	20% 할인	10% 할인	단순적용
금호산업 영업가치 (A)	400.0	400.0	400.0	400.0
EBITDA	64.5	64.5	64.5	64.5
EV/EBITDA (X)	6.2	6.2	6.2	6.2
아시아나항공 지분가치 (B)	237.3	271.2	305.1	339.0
아시아나항공 시가총액 (05/25)	1,013	1,013	1,013	1,013
금호산업 지분율 (%)	33.5	33.5	33.5	33.5
순차입금 (C)	35.4	35.4	35.4	35.4
Net Asset Value (D=A+B-C)	601.9	635.8	669.7	703.6

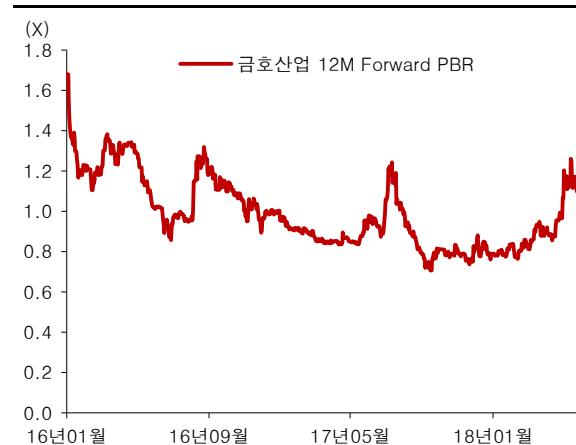
자료: SK 증권

금호산업 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, SK 증권

금호산업 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

금호산업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,301	1,394	1,608	254	300	312	435	281	328	340	444
토목	478	480	497	91	120	112	155	94	119	110	157
건축	466	505	515	93	104	115	154	119	112	122	152
주택	294	380	594	60	63	69	102	63	91	102	124
해외	62	28	2	9	12	16	24	5	5	6	11
<i>Sales Growth (YoY %)</i>	<i>-3.9</i>	<i>7.2</i>	<i>15.4</i>	<i>-4.4</i>	<i>-3.8</i>	<i>-5.1</i>	<i>-2.9</i>	<i>10.6</i>	<i>9.6</i>	<i>9.1</i>	<i>2.1</i>
토목	-12.7	0.4	3.5	-13.3	-3.0	-5.0	-22.9	3.1	-0.4	-2.0	1.2
건축	20.7	8.4	1.9	36.2	14.2	12.7	23.5	27.7	7.7	6.2	-1.1
주택	-13.9	29.2	56.1	-17.6	-20.6	-22.9	22	4.5	44.4	47.7	21.9
해외	-20.4	-55.3	-92.1	-49.9	-28.1	-16.7	6.8	-45.4	-56.2	-61.6	-54.8
<i>Sales Growth (QoQ %)</i>				<i>-43.3</i>	<i>17.8</i>	<i>4.0</i>	<i>39.6</i>	<i>-35.3</i>	<i>16.7</i>	<i>3.6</i>	<i>30.7</i>
토목				-54.6	31.1	-6.2	38.0	-39.3	26.7	-7.7	42.5
건축				-25.3	11.9	10.2	34.1	-22.7	-5.6	8.6	24.8
주택				-39.5	4.8	9.2	47.7	-38.1	44.8	11.7	21.9
해외				-58.3	30.6	25.0	56.8	-78.7	4.9	9.6	84.5
매출총이익	108	112	148	18	24	27	39	17	27	28	39
토목	24	18	23	3	8	7	6	2	5	4	7
건축	41	42	43	8	4	10	20	7	9	11	14
주택	42	52	81	7	11	10	15	8	12	14	18
해외	0	0	0	0	0	1	-1	1	-0	-1	1
매출총이익률 (%)	8.3	8.0	9.2	7.1	7.9	8.6	9.0	6.2	8.1	8.3	8.9
토목	5.1	3.7	4.5	3.7	7.0	6.0	3.9	1.6	4.0	3.9	4.6
건축	8.9	8.3	8.4	8.6	3.9	8.4	12.9	6.3	8.4	9.0	9.2
주택	14.1	13.7	13.7	11.0	17.4	13.8	14.2	12.4	13.6	13.9	14.1
해외	0.7	0.8	0.8	2.2	1.6	6.5	-4.1	11.2	-0.3	-18.1	6.8
영업이익	32	49	75	3	9	15	5	6	11	13	19
영업이익률 (%)	2.4	3.5	4.7	1.3	2.9	4.7	1.1	2.0	3.5	3.9	4.3
순이익	95	76	106	35	-20	17	63	1	7	30	38
순이익률 (%)	7.3	5.4	6.6	13.9	-6.7	5.4	14.5	0.5	2.0	8.8	8.6

자료: 금호산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	738	654	672	803	1,015
현금및현금성자산	71	54	86	177	326
매출채권 및 기타채권	491	425	401	441	487
재고자산	34	30	34	22	29
비유동자산	537	630	662	637	529
장기금융자산	114	119	119	119	119
유형자산	9	9	0	-3	-9
무형자산	5	4	4	4	4
자산총계	1,275	1,285	1,334	1,440	1,544
유동부채	697	673	663	680	685
단기금융부채	81	76	76	65	57
매입채무 및 기타채무	483	460	492	520	535
단기증당부채	47	40	40	40	39
비유동부채	266	219	220	222	223
장기금융부채 (채무+장자)	177	130	130	130	130
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	43	44	45	45	45
부채총계	963	892	884	901	908
지배주주지분	311	393	450	538	635
자본금	177	181	181	181	181
자본잉여금	13	16	16	16	16
기타자본구성요소	0	-8	-8	-8	-8
자기주식	0	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	124	208	266	354	451
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	311	393	450	538	635
부채와자본총계	1,275	1,285	1,334	1,440	1,544

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	19	76	70	141	194
당기순이익(손실)	36	95	76	106	115
비현금수익비용기감	11	-14	38	28	31
유형자산감가상각비	1	1	1	3	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	55	71	71	71	71
운전자본감소(증가)	-28	-5	-43	7	48
매출채권의감소(증가)	-24	37	-24	40	46
재고자산의감소(증가)	-2	-17	4	-12	7
매입채무의증가(감소)	79	-34	-32	-28	-14
기타	-81	9	9	9	9
법인세납부	-21	-1	-1	-1	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	22	-10	-8	-7	-7
금융자산감소(증가)	-72	-3	1	1	1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-0	1	0	0	0
기타투자활동	94	-8	-8	-8	-8
재무활동으로 인한 현금흐름	-88	-83	-31	-42	-38
단기금융부채의 증가(감소)	0	-5	-0	-11	-8
장기금융부채의 증가(감소)	-66	-47	-0	-0	-0
자본의 증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금지급	0	-11	-18	-18	-18
기타재무활동	-21	-12	-12	-12	-12
현금의 증가	-47	-17	32	92	148
기초현금	118	71	54	86	177
기밀현금	71	54	86	177	326
FCF	19	75	70	140	194

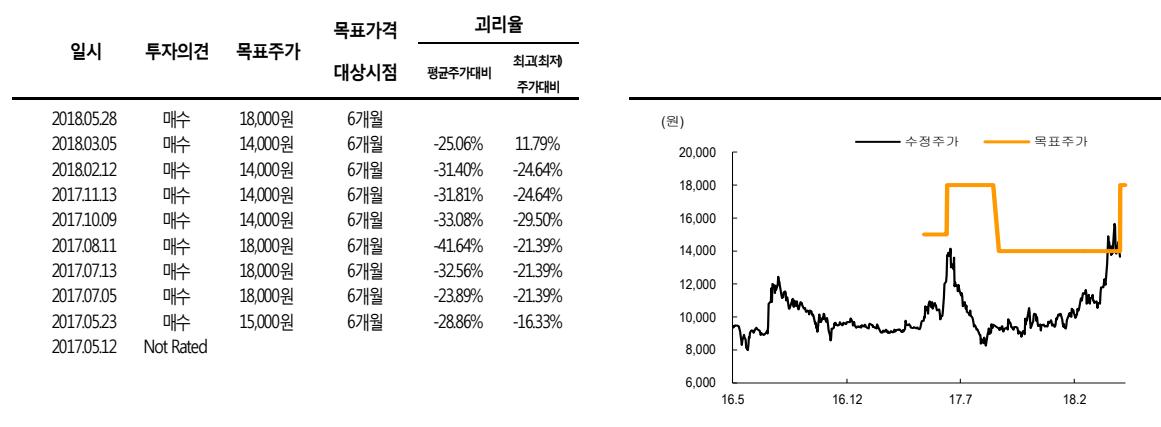
자료: 금호산업, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,354	1,298	1,394	1,608	1,794
매출원가	1,250	1,189	1,282	1,460	1,626
매출총이익	104	109	112	148	168
매출총이익률(%)	7.7	8.4	8.0	9.2	9.4
판매비와관리비	62	78	63	72	86
영업이익	42	31	49	75	82
영업이익률(%)	3.1	2.4	3.5	4.7	4.6
조정영업이익	42	31	49	75	82
비영업순이익	36	69	31	36	39
순금융손익	-13	-11	-9	-9	-9
외환관련손익	-0	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	45	87	36	47	47
세전계속사업이익	78	100	80	111	121
세전계속사업이익률(%)	5.8	7.7	5.7	6.9	6.8
계속사업법인세	42	5	4	6	6
계속사업이익	36	95	76	106	115
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	36	95	76	106	115
순이익률(%)	2.7	7.3	5.4	6.6	6.4
지배주주	36	95	76	106	115
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	7.3	5.4	6.6	6.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	17	93	80	115	124
지배주주	17	93	80	115	124
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	43	32	51	78	89

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-11.6	-4.1	7.4	15.4	11.6
영업이익	101.2	-25.7	58.0	53.1	8.9
세전계속사업이익	흑전	27.8	-20.0	39.5	8.8
EBITDA	95.8	-25.0	57.6	54.1	13.3
EPS	흑전	158.8	-20.4	39.5	8.8
수익성(%)					
ROA(%)	2.8	7.4	5.8	7.6	7.7
ROE(%)	12.0	27.1	18.0	21.4	19.6
EBITDA마진(%)	3.2	2.5	3.6	4.9	4.9
안정성(%)					
유동비율(%)	105.8	97.2	101.3	118.1	148.1
부채비율(%)	309.5	227.2	196.1	167.5	143.0
순차입금/자기자본(%)	42.6	28.8	18.0	-1.9	-25.0
EBITDA/이자비용(배)	2.8	2.5	4.4	6.8	7.8
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	1,018	2,636	2,099	2,929	3,187
BPS	8,666	10,759	12,358	14,787	17,473
CFPS	1,052	2,669	2,146	3,015	3,376
주당 현금배당금	0	300	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	14.9	5.5	7.5	5.3	4.9
PER(최저)	7.6	3.1	3.9	2.8	2.6
PBR(최고)	1.7	1.3	1.3	1.1	0.9
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
PCR	9.2	3.6	5.6	4.0	3.6
EV/EBITDA(최고)	9.1	13.0	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(최저)	4.4	6.4	0.1	0.1	0.1



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2018년 5월 28일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세연
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	233 십억원
발행주식수	4,667 만주
자사주	102 만주
액면가	5,000 원
시가총액	244 십억원
주요주주	
정몽원(외7)	48.03%
외국인지분율	2.30%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(18/05/25)	6,690 원
KOSPI	2460.80 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	9,330 원
52주 최저가	3,730 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	25.9%	25.8%
6개월	106.1%	112.7%
12개월	72.7%	62.3%

한라 (014790/KS | Not Rated)

공항과 항만은 역시 한라!

지방선거 이후 물려들 신공항 발주 사이클, 남북 경협에 따른 항만 공사 기대감 등 한라의 강점 공종에서의 우호적인 기대감이 주가를 움직이고 있다. 국내 4위 공항 공사 레코드, 국내 최초의 민자 SOC 항만인 목포신항 개발 등 공항과 항만에 주목한다면 한라를 빼놓을 수 없다. 다만, 희석 지분을 감안했을 때 현 주가는 Trailing 기준 13X로 결코 싸지 않다. 기대감과 펀더멘탈의 괴리를 고민해봐야 하는 시점으로 판단한다

주가를 들썩이게 하는 신공항 발주 사이클, 항만 등의 경협 사업 기대감

지방선거 이후 지역 거점 공항 공사에 대한 활발한 발주가 기대된다. 김해신공항, 제주 신공항 등의 굵직한 신공항 공사 외에도 대구, 수원, 광주 등의 군공항 이전 공사 등 1) 지난 정권에서 이연된 공사, 2) 현 정부의 정책 기조가 맞닿아 신공항 발주 업사이클이 나타날 예정이다. 한라는 국내 공항 공사 4위업체로, 인천국제공항, 제주국제공항 등 국내 공항 실적을 바탕으로 방글라데시 공항 역시 수주한 바 있다. 한라의 매출 규모를 감안할 때, 공항 발주는 한라에 좋은 모멘텀이 될 것으로 기대된다. 또한, 한라의 항만 레코드 역시 대북 경협에서 무시할 수 없는 경쟁력으로 판단된다. 한라의 민자 SOC인 목포신항의 경우 국내 최초의 민간 자본에 의해 개발된 항만으로, 한라의 항만준설, 매립에서의 경쟁력을 확인할 수 있는 사이트이다. 그 외에도 평택항, 목포신항, 울산신항 등의 항만 공사 레코드가 풍부, 남북 경협으로 인해 항만 발주에 대한 기대감을 가져간다면, 한라에 주목하는 것이 합리적이다.

펀더멘탈과 모멘텀 사이에서의 고민

다만 현 시점에서 고민스러운 것은 펀더멘탈과 모멘텀 사이의 괴리에 있다. 한라는 배곧신도시 프로젝트가 종료되면서 매출액 역성장이 나타나고 있다. 1분기 매출액의 경우 전년동기대비 12%, 전분기대비 26% 감소하였다. 물론 평택, 시흥 등 차세대 배곧신도시 규모의 파이프라인을 보유하고 있으나, 이를 사업화하여 매출 성장에 다시금 시동을 걸어야 하는 숙제를 가지고 있다. 전환우선주의 경우도 만기가 2023년으로 연장되었지만, 희석분을 보수적으로 감안하고 보면 현 주가는 Trailing PER 12.6X 수준으로 결코 싸지 않아 보인다. 한라의 강점 공종의 발주 사이클 도래에 따른 기대감은 무시할 수 없겠으나, 밸류에이션을 지지할만한 성장 동력이 필요한 시점으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	1,986	2,003	1,903	1,855	1,832	1,921
yoY	%	14.9	0.8	-5.0	-2.5	-1.3	4.8
영업이익	십억원	-197	-251	37	31	96	157
yoY	%	적전	적지	흑전	-16.9	208.5	64.6
EBITDA	십억원	-188	-237	51	45	106	167
세전이익	십억원	-288	-520	-144	-100	26	75
순이익(지배주주)	십억원	-212	-456	-157	-114	10	46
발표영업이익률%	%	-9.9	-12.5	2.0	1.7	5.2	8.2
EBITDA%	%	-9.4	-11.8	2.7	2.4	5.8	8.7
순이익률	%	-10.7	-22.8	-8.3	-6.2	0.6	2.4
EPS	원	-7,741	-14,350	-1,890	-1,354	120	531
PER	배	n/a	n/a	n/a	n/a	35.5	7.7
PBR	배	0.3	0.3	1.2	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	nm	n/a	16.8	10.6	5.7	4.2
ROE	%	-32.5	-70.6	-30.7	-30.5	3.1	12.9
순차입금	십억원	1,021	586	640	333	446	548
부채비율	%	365.1	333.6	365.5	607.0	489.5	463.9

한라 실적 추이

(단위: 십억원)	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
매출액	1,832	1,921	418	448	422	544	421	509	489	502	370
별도	1,358	1,455	306	318	317	417	327	385	365	377	266
토목	443	342	84	109	108	142	83	91	79	89	60
건축	223	267	70	54	38	60	56	67	67	78	55
주택	576	748	132	127	142	175	166	209	199	174	127
해외	78	60	8	18	20	30	13	10	12	25	14
연결	39	38	11	9	8	10	10	9	8	11	10
<i>Sales Growth (YoY %)</i>	<i>-1.3</i>	<i>4.8</i>	<i>1.8</i>	<i>4.2</i>	<i>-7.7</i>	<i>-2.5</i>	<i>0.6</i>	<i>13.4</i>	<i>16.1</i>	<i>-7.7</i>	<i>-12.0</i>
토목	-5.4	-22.9	-9.2	2.3	-17.8	3.2	-1.8	-16.8	-26.6	-37.3	-27.2
건축	-39.8	20.1	-15.2	-41.1	-46.2	-51.5	-20.4	23.1	74.2	29.8	-0.4
주택	55.2	29.8	132.8	54.6	45.7	29.7	25.4	65.0	40.3	-0.8	-23.7
해외	-3.9	-22.8	-77.1	-11.2	42.0	221.0	51.7	-46.2	-40.1	-17.5	13.8
매출총이익	250	279	59	60	54	76	55	72	73	79	49
별도	158	168	37	36	36	49	38	43	42	46	30
토목	26	0	3	4	6	13	-3	3	-2	2	4
건축	23	20	10	5	4	4	4	3	1	12	2
주택	138	187	32	32	35	39	44	50	48	45	27
해외	-26	-26	-10	-6	-4	-6	-5	-10	-2	-9	-1
<i>매출총이익률 (%)</i>	<i>13.6</i>	<i>14.5</i>	<i>14.2</i>	<i>13.4</i>	<i>12.9</i>	<i>14.0</i>	<i>13.1</i>	<i>14.1</i>	<i>14.9</i>	<i>15.8</i>	<i>13.2</i>
별도	11.7	11.5	12.0	11.5	11.2	11.9	11.5	11.2	11.4	12.1	11.3
토목	5.9	0.0	3.1	4.1	5.6	9.2	-3.3	3.2	-3.0	2.7	6.8
건축	10.3	7.7	14.5	8.5	10.4	7.0	7.3	4.4	2.2	15.3	3.3
주택	23.9	25.0	24.1	25.1	24.7	22.3	26.5	23.7	24.1	26.0	21.1
해외	-33.4	-43.5	-117.6	-33.5	-19.9	-19.4	-40.6	-101.8	-18.6	-34.3	-8.8
영업이익	96	157	25	24	21	26	28	41	46	43	19
영업이익률 (%)	5.2	8.2	5.9	5.3	4.9	4.8	6.6	8.0	9.3	8.5	5.1
순이익	10	47	7	3	3	-3	8	15	22	2	14
순이익률 (%)	0.6	2.4	1.7	0.8	0.7	-0.6	2.0	2.9	4.4	0.4	3.7

자료: 한라, SK 증권

한라 항만 레코드

토목사업-항만	공사기간
평택항 동부두(6, 7, 8번 선석) 축조	2001.08-2008.09
목포신항 자동차부두 축조공사	2011.09-2015.01
전곡여항 이전공사	2010.12-2013.05
평택당진항 고대지구 공용부두(2공구)	2010.02-2013.07
부산항 신항 웅동지구 1단계 항만배후단지(2공구)	2009.06-2013.11
저동항 보강	2009.04-2015.03
울산신항 북방파제	2009.10-2012.07
부산신항 서컨 준설토 투기장 호안	2009.12-2012.02
통영항 해경부두	2009.03-2011.12
서천 연안정비사업	2007.12-2012.12

자료: 한라, SK 증권

주: 최근 10 개 실적 기준

목포신외항 기본 정보

항목	내용
투자방식 및 금액	민간투자방식, 1600억원
공사기간	2001.02 ~ 2004.05 (40개월 소요)
위치	대한민국 목포시 유달동 허사도. 목포 앞바다 허사도와 고하도 해안 매립해 조성
부두 총 면적	30만m ²
처리 능력	430t급 이동식 하버크레인 2대와 34대의 각종 하역장비가 설치돼 연간 컨테이너 화물 17만TEU 및 일반잡화 87만t을 처리
항만 규모	10만평으로 5만톤급 선박 3척이 동시 접안 가능. 항만지원 기능의 배후도시 트리포트 18만평이 조성되어 있음

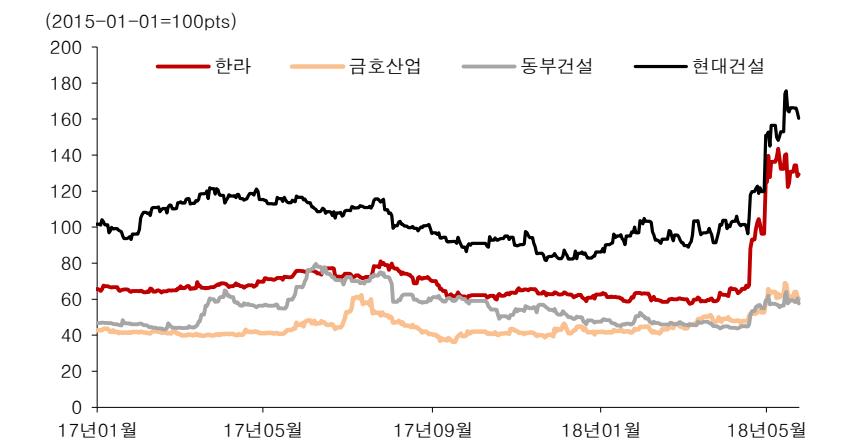
자료: 해양수산부, SK증권

목포신외항 사업비 상세

(단위: 십억원)	총 사업비(A) 재정지원(B)	민간자본 자기자본(C) 타인자본(D)	총 사업비		총 사업비		총 사업비		대표 출자자
			대비 재정지원 (C/A)	대비 자기자본 비율(D/A)	대비 자기자본 비율(D/A)	대비 타인자본 비율(D/A)	대비 타인자본 비율(D/C)		
목포신외항1-1단계	84.3	37	23.8	34.4	43.9%	28.2%	40.8%	145%	한라
목포신외항1-2단계 다목적 부두	22.6	10.0	6.0	9.0	44.2%	26.5%	39.8%	150%	한라

자료: 국가예산정책처, SK 증권

한라 상대주가 추이



자료: FnGuide, SK 증권

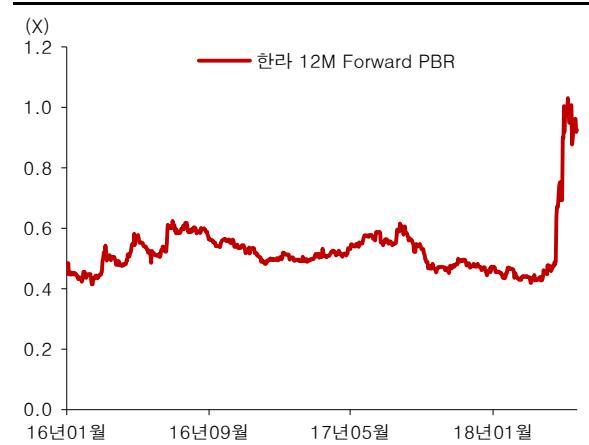
한라 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 희석을 고려하지 않은 단순 컨센서스 기준

한라 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 희석을 고려하지 않은 단순 컨센서스 기준

재무상태표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	1,305	1,056	1,037	903	907
현금및현금성자산	88	131	122	82	42
매출채권 및 기타채권	683	428	420	528	586
재고자산	295	127	132	160	225
비유동자산	1,319	1,029	1,249	1,171	1,307
장기금융자산	174	248	216	256	266
유형자산	275	267	642	670	818
무형자산	70	32	30	26	25
자산총계	2,623	2,085	2,285	2,074	2,214
유동부채	1,554	1,168	1,792	1,162	1,186
단기금융부채	588	469	491	189	234
매입채무 및 기타채무	556	512	557	493	446
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	465	469	171	560	636
장기금융부채 (사채+장차)	345	360	14	348	421
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	31	34	31	29	27
부채총계	2,018	1,637	1,962	1,722	1,821
지배주주지분	594	438	313	342	383
자본금	210	213	218	233	233
자본잉여금	508	149	149	149	149
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-7
자기주식	0	0	0	0	-5
이익잉여금	-146	50	-65	-51	-2
비지배주주지분(연결)	11	10	10	10	10
자본총계	605	448	323	352	393
부채와자본총계	2,623	2,085	2,285	2,074	2,214

현금흐름표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동으로 인한 현금흐름	21	52	94	208	77
당기순이익(순손)	-459	-159	-114	10	47
비현금수익비용가감	280	74	81	63	61
유형자산감가상각비	12	11	12	10	10
무형자산상각비	2	2	2	1	1
기타	112	116	66	38	57
운전자본감소(증가)	200	137	128	135	-31
매출채권의감소(증가)	202	59	33	98	12
재고자산의감소(증가)	143	169	-5	-24	96
매입채무의증가(감소)	-143	-59	82	-57	-5
기타	-2	-31	17	119	-135
법인세납부	-21	-6	-6	-5	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	15	295	-230	57	-271
금융자산감소(증가)	25	-155	-39	-90	-127
유형자산처분(취득)	9	10	13	13	4
무형자산감소(증가)	-7	1	-1	1	1
기타투자활동	3	455	-190	179	38
재무활동으로 인한 현금흐름	-40	-305	126	-305	154
단기금융부채의 증가(감소)	-739	-504	160	-756	-133
장기금융부채의 증가(감소)	363	201	-35	430	300
자본의 증가(감소)	343	0	0	15	-5
배당금지급	-4	0	-9	0	-3
기타재무활동	-2	-2	10	6	-6
현금의 증가	-3	42	-9	-40	-40
기초현금	92	88	131	122	82
기밀현금	88	131	122	82	42
FCF	4	37	81	163	-110

자료: 한라, SK증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	2,003	1,903	1,855	1,832	1,921
매출원가	1,923	1,701	1,639	1,582	1,642
매출총이익	80	202	216	250	279
매출총이익률(%)	4.0	10.6	11.6	13.6	14.5
판매비와관리비	330	165	185	154	122
영업이익	-251	37	31	96	157
영업이익률(%)	-12.5	2.0	1.7	5.2	8.2
조정영업이익	-251	37	31	96	157
비영업손익	-269	-182	-131	-70	-83
순금융손익	-96	-91	-84	-45	-31
외환관련손익	-1	-0	1	-2	-6
관계기업등 투자손익	-34	12	-6	-11	0
세전계속사업이익	-520	-144	-100	26	75
세전계속사업이익률(%)	-25.9	-7.6	-5.4	14	3.9
계속사업법인세	-61	14	15	15	28
계속사업이익	-459	-159	-114	10	47
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-459	-159	-114	10	47
순이익률(%)	-22.9	-8.3	-6.2	0.6	2.4
지배주주	-456	-157	-114	10	46
지배주주귀속 순이익률(%)	-22.8	-8.3	-6.2	0.6	2.4
비지배주주	-3	-1	-0	-0	0
총포괄이익	-455	-161	-119	14	48
지배주주	-452	-160	-119	14	48
비지배주주	-3	-1	-0	-0	0
EBITDA	-237	51	45	106	167

주요투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017
성장성(%)					
매출액	0.8	-5.0	-2.5	-1.3	4.8
영업이익	적지	흑전	-16.9	208.5	64.6
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	190.9
EBITDA	적지	적지	흑전	-11.2	136.1
EPS	적지	적지	적지	흑전	342.3
수익성(%)					
ROA(%)	-15.9	-6.7	-5.2	0.5	2.2
ROE(%)	-70.6	-30.7	-30.5	3.1	12.9
EBITDA마진(%)	-11.8	2.7	24	5.8	8.7
안정성(%)					
유동비율(%)	84.0	90.4	57.9	77.7	76.5
부채비율(%)	333.6	365.5	607.0	489.5	463.9
순차입금/자기자본(%)	96.8	142.9	103.1	126.8	139.7
EBITDA/이자비용(배)	-2.2	0.5	0.5	2.1	4.2
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-14,350	-1,890	-1,354	120	531
BPS	16,476	4,872	3,363	3,612	4,095
CFPS	-403	-132	-88	26	61
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	n/a	n/a	47.3	10.3
PER(최저)	n/a	n/a	n/a	30.1	7.0
PBR(최고)	0.5	1.6	2.0	1.5	1.2
PBR(최저)	0.2	0.9	0.8	0.9	0.8
PCR	-12.9	-49.1	-48.7	165.8	66.8
EV/EBITDA(최고)	n/a	16.8	18.2	7.4	4.6
EV/EBITDA(최저)	n/a	14.6	15.3	6.7	4.3

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 5월 28일 기준)				
매수	89.19%	증립	10.81%	매도

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세연
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

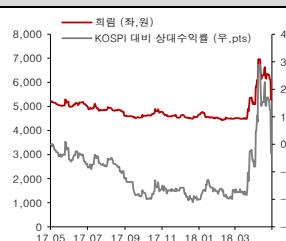
Company Data

자본금	7 십억원
발행주식수	1,392 만주
자사주	127 만주
액면가	500 원
시가총액	73 십억원
주요주주	
정영균(외2)	28.30%
희림 자사주 펀드	8.65%
외국인지분율	2.80%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(18/05/25)	5,280 원
KOSDAQ	868.35 pt
52주 Beta	0.16
52주 최고가	6,960 원
52주 최저가	4,420 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.1%	17.1%
6개월	27.6%	15.8%
12개월	15.1%	-14.9%

희림 (037440/KQ | Not Rated)

작은 거인, 공항 설계에 압도적 지위 보유

희림은 건축설계 업체 중 유일한 상장사로, 위축된 건설 경기에도 불구하고 경쟁력을 바탕으로 구조적 성장을 보여주고 있는 작지만 강한 업체이다. 국내 주요 거점 공항에서의 설계, 감리 실적이 풍부하며, 최근 베트남 롱탄 국제공항 설계 공모에 당선된 소식도 전해지면서 압도적 시장 지위를 확인시켜주고 있다. 지방선거 이후 본격적인 공항 발주 사이클이 도래하면서 작지만 강한 거인인 희림에 대한 수혜가 기대된다

건축 설계, 감리를 전문으로 하는 작지만 강한 업체

희림은 설계, CM 업체로 건축설계 업체 중 유일한 상장사이다. 전체 매출에서 설계가 차지하는 비중은 55%, 국내 비중은 85%이다. 지난해부터 건설기술진흥법에 따라 총 공사비 300 억원 이상인 공공발주의 경우 설계 단계부터 건설사업 관리가 의무화 되었다. 이에 따라 설계와 감리를 동시에 수행하는 희림에 수혜가 기대되는 상황이다. 2017년 신규 수주는 2,374 억원으로, 국내외 수주가 고루 증가하면서 12.8% YoY 성장을 보여주었다. 건축설계 시장은 총 공사비의 대략 3% 수준의 설계비 요율을 수익으로 인식하는 구조로서, 비교적 국내 건축 경기와 신규 수주가 연동된다. 따라서 위축된 건설 신규 착공에도 불구하고 희림의 수주가 증가한 것은 희림의 경쟁력을 바탕으로 한 구조적 성장임을 짐작할 수 있다.

압도적인 공항 실적, 신공항 발주 사이클 수혜주

몰아치는 신공항 발주 사이클을 앞두고 희림의 공항 설계 실적에 주목한다. 희림은 국내 주요 거점 공항의 설계를 담당했다고 해도 과언이 아닐 정도로 많은 레코드를 보유하고 있다. 인천국제공항 제1, 제2 여객터미널, 제주국제공항 시설확충설계, 김포국제공항 국제선 여객터미널 리노베이션 등의 설계 및 감리를 담당했다. 그 밖에 필리핀 푸에르토 프린세사 국제공항, 중국 청도국제공항 신여객터미널 인테리어 등 해외 공항 레코드 역시 풍부하다. 지난 25 일 베트남 롱탄 국제공항 여객터미널 설계 공모에 희림이 최종 당선된 소식도 전해지며, 공항 설계에 있어 압도적인 지위를 재확인시켜주고 있다. 지방선거 이후 본격적인 공항 발주 사이클이 돌아서면서 주가 역시 탄력을 받을 가능성이 높아 보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	145	150	136	136	140	159
yoY	%	7.6	2.9	-9.4	0.1	2.9	14.1
영업이익	십억원	5	7	-10	7	5	9
yoY	%	40	29.9	-140	100	-22.4	60.9
EBITDA	십억원	7	8	-9	8	7	10
세전이익	십억원	2	3	-13	4	3	5
순이익(지배주주)	십억원	1	1	-14	4	2	4
영업이익률%	%	3.8	4.8	-7.3	5.1	3.9	54
EBITDA%	%	4.7	5.6	-6.3	6.0	4.7	6.5
순이익률	%	0.7	0.9	-10.3	2.7	1.5	2.3
EPS	원	74	94	-1,003	262	154	266
PER	배	93.0	60.8	n/a	15.6	33.5	17.5
PBR	배	1.7	1.4	1.5	1.2	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	19.4	10.7	n/a	10.7	14.0	8.7
ROE	%	1.8	2.3	-27.8	8.0	4.4	7.4
순차입금	십억원	35	10	50	31	19	26
부채비율	%	126.7	125.5	221.5	197.9	193.5	160.8

희림 주요 공항 공사 수주 레코드

구분	주요 공항 프로젝트
국내	인천 국제 공항 제 1 여객 터미널
	인천 국제 공항 제 2 여객 터미널
	제주국제공항 시설확충설계/ 증축 기본계획 수립
	김포국제공항 국제선 여객터미널 리노베이션
해외	카자흐스탄 알마티공항 시설개선
	중국 청도국제공항 신여객터미널 인테리어
	우즈베키스탄 타슈켄트 국제공항 신여객터미널
	러시아 하바롭스크 공항 마스터플랜
	적도기니 몽고메엔 국제공항 신여객터미널
	필리핀 푸에르토프린세사 국제공항

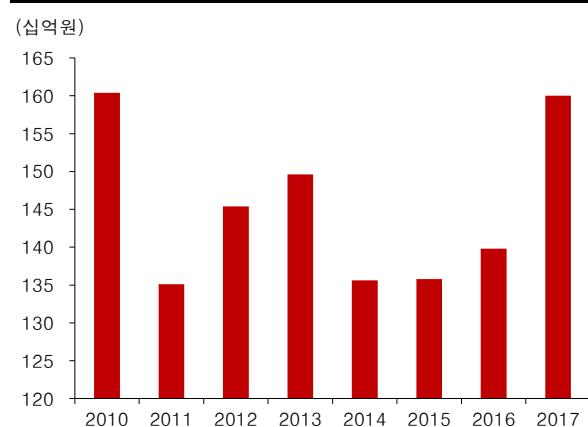
주: 희림, SK증권

희림 최근 공항 수주 실적

(단위: 백만원)	수주일자	납기	수주총액	수주잔고
제주국제공항 LANDSIDE 인프라 확충 건설사업관리용역	2015-12-07	미정	4,325.8	1,846.7
청다오 국제공항 마감설계 용역	2016-05-25	미정	1,580.3	237.0

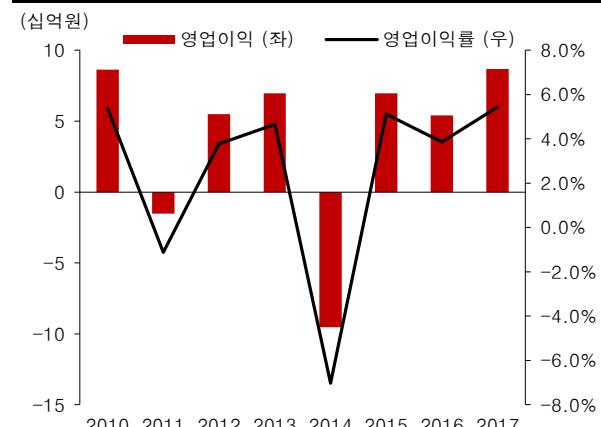
자료: 희림, SK 증권

희림 매출액 추이



자료: FnGuide, SK 증권

희림 영업이익 추이



자료: FnGuide, SK 증권

희림 실적 추이

(단위: 십억원)	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
수주	210.4	237.4	52.2	55.2	42.0	61.0	37.1	85.2	73.9	41.1	58.9
설계	141.0	170.5	33.5	41.3	35.3	30.9	25.0	49.3	62.2	33.9	51.1
국내	123.2	141.9	32.5	38.3	30.2	22.1	19.9	30.9	59.4	31.7	50.8
해외	17.8	28.6	1.0	3.0	5.1	8.8	5.1	18.4	2.8	2.2	0.3
CM	69.4	66.9	18.7	13.9	6.7	30.0	12.1	35.9	11.7	7.2	7.8
국내	65.0	60.6	18.7	13.9	6.6	25.7	6.2	35.9	10.9	7.5	7.8
해외	4.4	6.3	0.0	0.0	0.0	4.3	5.8	0.0	0.8	-0.3	0.0
매출액	139.8	159.5	32.4	35.1	36.0	36.3	35.2	39.0	41.0	44.2	37.2
설계	89.6	92.8	20.1	20.5	24.0	25.0	20.0	20.1	22.9	29.7	21.1
국내	81.7	79.3	18.4	17.3	24.6	21.5	18.8	17.5	17.4	25.6	16.6
해외	7.8	13.6	1.7	3.2	-0.5	3.5	1.2	2.6	5.6	4.2	4.4
CM	49.0	65.7	11.9	14.2	11.2	11.7	15.0	18.6	17.8	14.3	15.9
국내	48.5	63.0	11.7	13.9	11.1	11.7	14.5	17.9	16.4	14.2	15.6
해외	0.5	2.7	0.3	0.2	0.0	0.0	0.4	0.8	1.4	0.1	0.3
기타	1.2	1.0	0.4	0.4	0.9	-0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3
매출총이익	20.3	28.2	5.0	5.2	5.6	4.6	6.2	6.3	6.6	9.1	6.2
매출총이익률 (%)	14.5	17.7	15.5	14.8	15.4	12.6	17.5	16.2	16.1	20.6	16.7
영업이익	5.4	8.7	1.2	1.5	1.9	0.9	1.9	1.3	1.8	3.7	1.0
영업이익률 (%)	3.9	5.4	3.6	4.1	5.4	2.3	5.4	3.3	4.4	8.3	2.7
순이익	2.1	3.7	0.3	0.6	0.3	1.0	0.2	1.0	0.9	1.6	0.4
순이익률 (%)	1.5	2.3	0.9	1.6	0.7	2.8	0.6	2.5	2.3	3.6	1.0

자료: 희림, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	109	118	119	117	108
현금및현금성자산	2	5	16	18	18
매출채권 및 기타채권	95	100	91	90	82
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	21	21	23	26	26
장기금융자산	2	2	3	3	3
유형자산	8	7	2	3	2
무형자산	3	4	3	3	4
자산총계	129	139	142	143	135
유동부채	72	81	83	93	73
단기금융부채	17	40	42	37	35
매입채무 및 기타채무	23	37	32	34	28
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	15	11	2	10
장기금융부채 (사채+장차)	0	15	10	2	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	72	96	95	95	83
지배주주지분	57	43	48	49	52
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	7	8	7	7	8
기타자본구성요소	-9	-9	-8	-8	-8
자기주식	-9	-9	-8	-8	-8
이익잉여금	52	38	41	42	45
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	57	43	48	49	52
부채와자본총계	129	139	142	143	135

현금흐름표

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동으로 인한 현금흐름	-1	-3	17	7	9
당기순이익(순실)	1	-14	4	2	4
비현금수익비용가감	6	9	10	2	5
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	1
기타	4	2	2	1	0
운전자본감소(증가)	-8	2	3	3	-0
매출채권의감소(증가)	-5	-11	2	0	6
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무의증가(감소)	-2	3	-2	-1	-6
기타	-1	11	3	4	0
법인세납부	-2	-2	-0	-2	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-3	-3	-3	-1	-2
금융자산감소(증가)	-1	-1	-2	1	0
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-0
기타투자활동	1	1	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	4	9	-3	-5	-7
단기금융부채의 증가(감소)	4	28	-3	-7	-3
장기금융부채의 증가(감소)	0	-19	0	3	-3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-1	-1	0	-1	-1
기타재무활동	0	0	0	-0	0
현금의 증가	-1	3	11	2	-0
기초현금	2	2	5	16	18
기밀현금	2	5	16	18	18
FCF	-2	-4	16	5	7

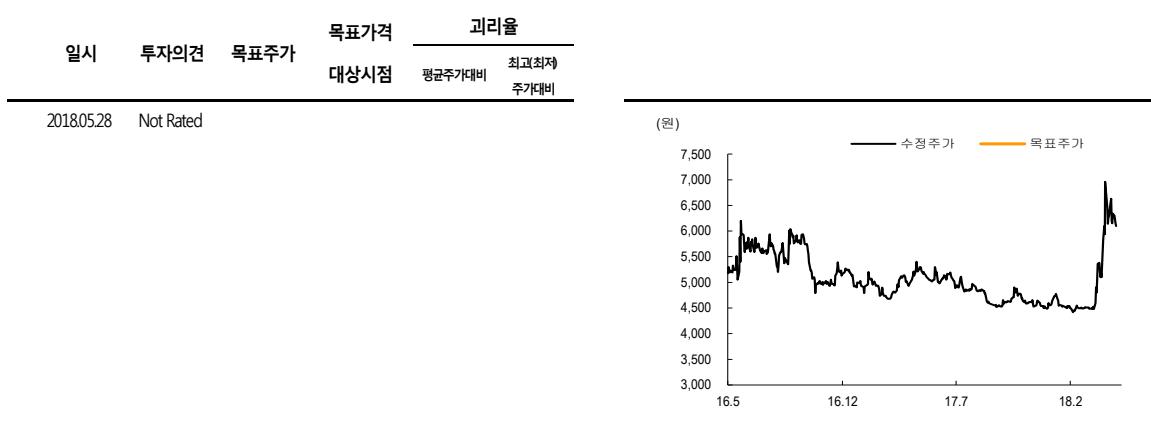
자료: 희림, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	150	136	136	140	159
매출원가	128	127	109	119	131
매출총이익	22	8	27	20	28
매출총이익률(%)	14.6	6.1	20.0	14.5	17.7
판매비와관리비	15	18	20	15	19
영업이익	7	-10	7	5	9
영업이익률(%)	4.8	-7.3	5.1	3.9	5.4
조정영업이익	7	-10	7	5	9
비영업손익	-4	-3	-3	-2	-4
순금융손익	-3	-3	-3	-2	-2
외환관련손익	0	1	1	0	-2
관계기업등 투자손익	0	0	-0	-0	0
세전계속사업이익	3	-13	4	3	5
세전계속사업이익률(%)	20	-9.3	3.0	22	3.0
계속사업법인세	2	1	0	1	1
계속사업이익	1	-14	4	2	4
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1	-14	4	2	4
순이익률(%)	0.9	-10.3	2.7	1.5	2.3
지배주주	1	-14	4	2	4
지배주주귀속 순이익률(%)	0.9	-10.3	2.7	1.5	2.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1	-14	4	2	4
지배주주	1	-14	4	2	4
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	8	-9	8	7	10

주요투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017
성장성(%)					
매출액	2.9	-9.4	0.1	2.9	14.1
영업이익	29.9	적전	흑전	-22.4	60.9
세전계속사업이익	43.2	적전	흑전	-24.8	56.3
EBITDA	23.9	적전	흑전	-20.4	60.0
EPS	26.8	적전	흑전	-41.1	72.4
수익성(%)					
ROA(%)	1.0	-10.4	2.6	1.5	2.7
ROE(%)	2.3	-27.8	8.0	4.4	7.4
EBITDA마진(%)	5.6	-6.3	6.0	4.7	6.5
안정성(%)					
유동비율(%)	150.8	146.7	143.1	126.6	148.1
부채비율(%)	125.5	221.5	197.9	193.5	160.8
순차입금/자기자본(%)	17.7	115.8	64.5	39.5	49.7
EBITDA/이자비용(배)	2.8	-3.0	2.9	2.4	4.6
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	94	-1,003	262	154	266
BPS	3,888	2,853	3,201	3,295	3,391
CFPS	22	14	27	21	64
주당 현금배당금	50	50	0	100	100
Valuation지표(배)					
PER(최고)	74.6	n/a	20.2	49.9	20.9
PER(최저)	53.6	n/a	14.5	25.7	16.8
PBR(최고)	1.7	2.2	1.5	2.2	1.5
PBR(최저)	1.2	1.4	1.1	1.1	1.2
PCR	260.4	337.4	149.5	243.4	72.4
EV/EBITDA(최고)	12.5	n/a	9.5	16.0	8.2
EV/EBITDA(최저)	10.6	n/a	8.1	10.3	7.0



Compliance Notice

- 작성자(김세현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2018년 5월 28일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세연
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	1,671 십억원
발행주식수	34,904 만주
자사주	0 만주
액면가	0 원
시가총액	3,093 십억원
주요주주	
Newton Investment Management Limited	11.90%
한화손해보험(외1)	7.16%
외국인자본률	22.47%
배당수익률	6.09%

Stock Data

주가(18/05/25)	8,860 원
KOSPI	2460.80 pt
52주 Beta	0.04
52주 최고가	8,960 원
52주 최저가	8,050 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

맥쿼리인프라 (088980/KS | 중립(유지) | T.P 9,700 원(유지))

투자자산의 안정적 성장세 지속

맥쿼리인프라의 1 분기 운용수익은 전년동기대비 8.6% 증가, 순이익은 10.3% 증가하는 안정적 실적 성장을 보여주었다. 호실적의 주요 원인은 높은 이자수익과 더불어 투자 자산의 성장기에 따른 배당수익에 기인한다. 지난해 인천대교의 성공적 자본 재구조화를 통해 프로젝트 목표 IRR을 지켜내면서 선진 인프라펀드로서의 저력을 확인시켰다. 견조한 실적에 따라 향후 경상적 이익이 이끄는 배당 성장이 기대된다

도로, 항만의 고른 성장세 지속

맥쿼리인프라의 1 분기 운용수익은 1,053 억원으로 전년동기대비 8.6% 증가, 순이익은 925 억원으로 전년동기대비 10.3% 증가하는 호실적을 기록했다. 1 분기 기준 맥쿼리인프라의 주요 투자자산인 11 개 유료 도로의 가중평균 통행량은 전년동기대비 2.9% 증가한 반면, 통행량 수입은 1.8% 감소하였는데, 이는 인천공항 고속도로, 천안 논산 고속도로, 마창대교, 용인 서울 고속도로, 서울 춘천 고속도로, 인천대교 총 6 개 자산에서 정부 방침에 따라 설 연휴동안 통행료가 면제되었기 때문이다. 해당 자산은 2019년 정부에서 보전금을 받을 예정이기 때문에 펀더멘탈에는 큰 영향이 없다. 최소운영수입 보장이 적용되지 않는 유일한 자산인 부산항 신항 2-3 단계의 경우도 부산신항 전체 물동량의 개선과 더불어, 부산항 신항 2-3 단계 자체 처리 물동량이 증가하면서 전년동기대비 영업수익이 5.4% 증가하는 호실적을 시현하였다. 성장기 자산의 안정적 실적 증대와 항만 물동량 증대로 인해 자산 전반적으로 고른 성장을 보여주고 있다.

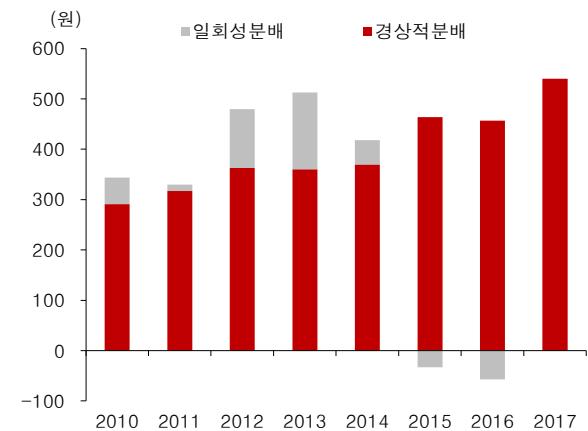
지난해 인천대교의 성공적 자본 재구조화, 견조한 실적에 따른 높은 배당수익률

지난해 인천대교 통행료 인하 이슈의 경우 1) 선순위, 후순위 차입금 차환, 2) AMEC의 인천대교(주) 보유지분 인수 후 3) 유상감자를 통해 지분율 증가 등의 자금 재구조화로 목표 IRR의 유지를 꾀하면서 선진 인프라 펀드의 위상을 재확인시켰다는 판단이다. 맥쿼리인프라의 2017년 분배금은 주당 540 원으로 역대 최대 규모의 배당을 실시했다. 이는 전일 종가 기준 6%의 배당수익률로, 여타 배당주 대비 압도적인 수준이다. 금번 배당이 의미있는 이유는 역대 최대 규모이자, 경상적 분배로만 구성된 배당이기 때문이다. 2013년 역시 513 원의 배당금 지급이 있었으나, 당시 자산매각 및 미지급 이자 수령 등과 같은 일회성 분배가 주당 153 원 영향을 미쳤다. 금번 배당금은 따라서 자산 성숙과 안정화된 이익 구조에 따라 경상적 이익확대라는 점에서 매우 고무적이다.

영업실적 및 투자지표

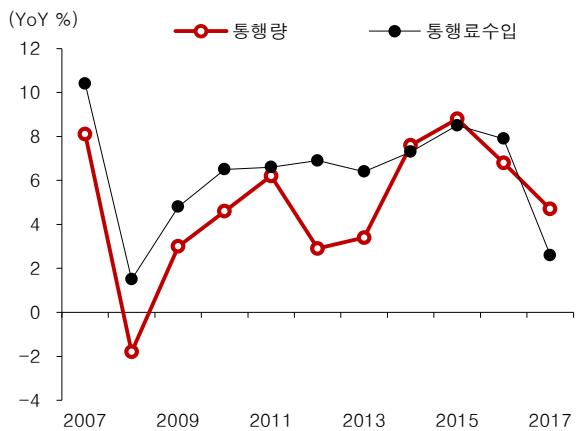
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익	십억원	219	227	240	268	271	320
운용비용	십억원	66	97	53	74	74	75
순이익	십억원	154	130	187	194	198	245
EPS	원	464	392	557	577	589	730
증감률	%	22.6	-15.6	42.2	3.6	2.0	24.0
PER	배	17.3	22.6	15.9	15.3	15.1	12.1
EV/EBITDA	배	19.6	25.8	17.2	16.6	16.3	13.2
PBR	배	4.8	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8
ROE	%	9.1	7.8	10.1	10.6	10.8	13.3
배당수익률	%	5.8	4.5	6.1	7.3	7.4	7.4

맥쿼리인프라 분배금 추이



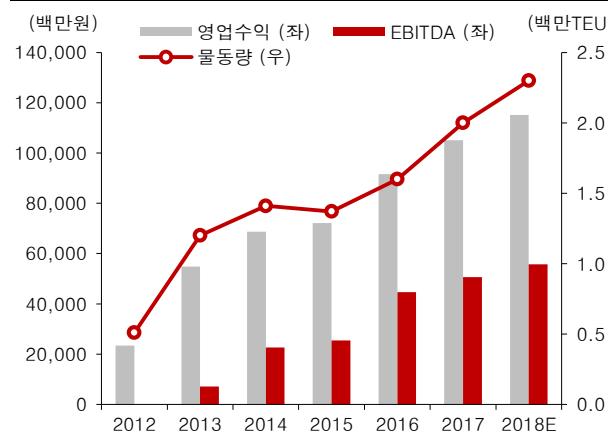
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 도로자산 가중평균 통행 실적 추이



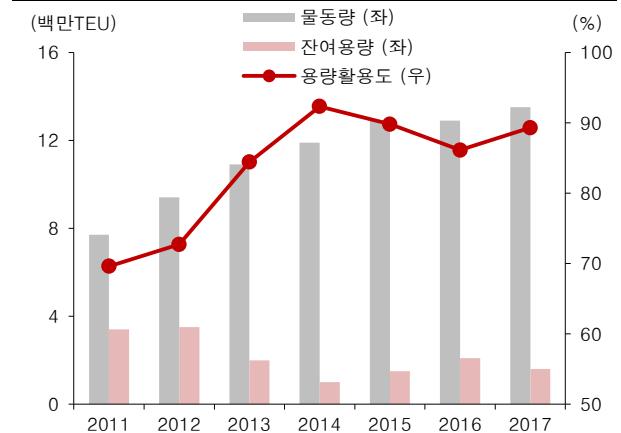
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 부산항 신항 2-3 단계 성과 추이 및 전망



자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

부산항 신항 전체 성과추이



자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 투자 포트폴리오 현황

(십억원)	주식	지분율 (%)	후순위대출	이자율 (%)	선순위대출	이자율 (%)	총계
백양터널	1.2	100.0			1.3	15.0	2.5
광주제2순환도로1구간	33.1	100.0	85.2	10.5~20.0	115.5	10.0	233.8
인천국제공항고속도로	23.6	24.1	51.7	13.5	-	-	75.3
수정산터널	47.1	100.0	7.3	20.0	7.2	8.5	61.6
천안~논산고속도로	87.8	60.0	182.2	20.0	-	-	270.0
우면산터널	5.3	36.0	-	-	15.0	12.0	20.3
광주제2순환도로3-1구간	28.9	75.0	-	-	17.4	7.9	46.3
마창대교	33.8	70.0	79.0	11.4	-	-	112.8
용인~서울고속도로	51.5	43.8	99.6	15.5	-	-	151.1
서울~춘천고속도로	48.6	15.0	87.4	11.6	-	-	136.0
인천대교	54.4	64.1	241.0	8.2	-	-	295.4
부산항신항2-3단계	66.4	30.0	243.0	12~14	-	-	309.4
총계	481.7	-	1,076.4	-	156.4	-	1,714.5
비율 (%)	28.1		62.8		9.1		100.0

자료: 맥쿼리인프라, SK 증권 / 주 이자율은 참고사항으로, 확정적 금액이 아님

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산총계	2,089	2,114	2,087	2,096	2,099
운용자산	1,741	1,756	1,705	1,734	1,731
현금 및 예치금	59	38	37	45	40
대출금	1,172	1,227	1,163	1,188	1,193
지분증권	509	491	504	501	499
기타자산	348	358	382	363	368
미수이자	343	348	375	355	359
미수금	3	3	3	3	3
선금비용	3	2	3	3	3
선금금	0	5	2	2	3
부채총계	423	265	261	261	259
운용부채	411	250	250	251	249
사채	250	250	250	250	250
장기차입금	161	0	0	1	0
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	9	9	8	8	7
기타부채	3	6	3	2	2
자본총계	1,666	1,848	1,825	1,835	1,840
자본금	1,671	1,816	1,816	1,816	1,816
이익잉여금	-5	33	10	20	25

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	157.6	158.2	276.7	255.2	333.8
이자수익	267.7	172.7	196.7	189.2	237.5
대출금의 회수	2.7	204.7	143.3	125.5	157.9
미수금의 회수	9.4	0.0	3.1	4.2	2.4
투자자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-+) 지분증권의 취득	0.0	0.0	4.9	1.6	2.2
(-+) 운용수수료지급	37.2	36.6	36.2	36.7	36.5
(-+) 기타	-85.0	-182.7	-25.4	-25.4	-25.4
재무현금	-114.7	-179.5	-231.6	-242.9	-251.3
차입금증가	190.0	242.2	97.9	100.8	103.8
(-+) 차입금상환	80.0	257.8	100.0	110.0	121.0
(-+) 분배금지급	60.0	149.2	216.9	220.8	220.8
(-+) 기타	-164.7	-14.7	-12.6	-12.9	-13.3
총현금흐름 (Gross CF)	43.0	-21.3	45.0	12.3	82.5

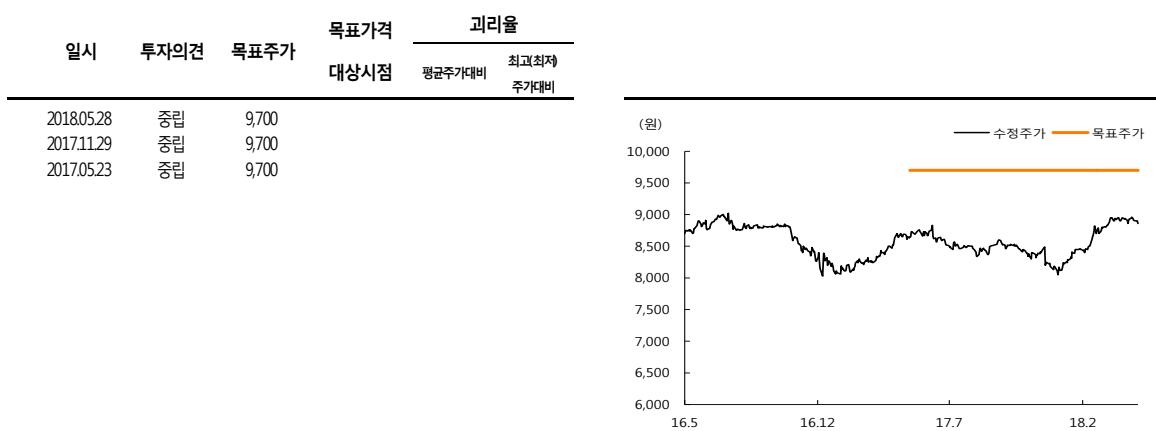
자료: 맥쿼리인프라, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익	226.8	240.0	267.8	271.5	319.8
증감률 (YoY %)	3.3	5.8	18.1	13.1	19.4
이자수익	177.0	177.8	209.1	201.1	249.7
배당수익	40.2	61.5	47.5	69.6	56.7
운용자산매각이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타운용수익	9.5	0.7	11.2	0.8	13.4
운용비용	96.9	52.8	73.8	73.7	74.5
증감률 (YoY %)	47.6	-45.5	-23.8	39.6	0.9
운용수수료	37.7	36.5	38.9	39.1	39.7
자산보관수수료	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이자비용	15.9	13.4	12.4	11.9	12.2
기타	43.0	2.8	22.6	22.6	22.7
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.8	187.3	194.0	197.8	245.3
증감률 (YoY %)	-15.6	44.2	49.4	5.6	26.5
순이익률 (%)	57.3	78.0	72.4	72.9	76.7

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Multiples (X, %, 원)					
PER	22.6	15.9	15.3	15.1	12.1
PBR	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8
PSR	12.9	12.4	11.1	11.0	9.3
EV/ EBITDA	25.8	17.2	16.6	16.3	13.2
배당수익률	4.5	6.1	7.3	7.4	7.4
EPS	392	557	577	589	730
BPS	1,666	1,848	1,825	1,835	1,840
SPS	684	714	797	808	952
DPS	400	540	645	657	657
수익성지표 (%)					
ROA	6.3	8.9	9.2	9.5	11.7
ROE	7.8	10.1	10.6	10.8	13.3
ROIC	6.4	9.1	9.5	9.7	0.0
안정성지표 (%)					
부채비율	25.4	14.4	14.3	14.2	14.1
순차입비율	21.2	11.5	11.7	11.2	11.4
자산, 자본구조 (%)					
투자자본	96.6	97.5	97.7	97.4	0.0
차입금	411.2	249.9	250.1	251.0	249.5



Compliance Notice

- 작성자(김세현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 (2018년 5월 28일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

memo
