

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

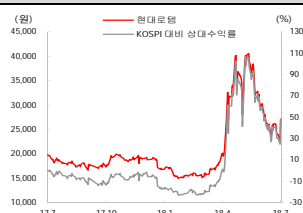
## Company Data

자본금	4,250 억원
발행주식수	8,500 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	23,035 억원
주요주주	
현대자동차(주)(외3)	43.37%
국민연금공단	6.07%
외국인지분율	7.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/07/25)	26,500 원
KOSPI	2273.03 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	40,550 원
52주 최저가	15,000 원
60일 평균 거래대금	2,363 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.6%	-5.5%
6개월	58.0%	75.9%
12개월	37.2%	47.5%

현대로템 (064350/KS | 매수(신규편입) | T.P 31,000 원(신규편입))

## 긴 호흡이 필요한 시점

남북 경험에 따른 북한 철도 인프라 투자확대는 중장기적인 성장모멘텀으로 부각되기에 충분하다. 그러나 현 주가는 기대감이 선반영 되었다는 판단이다. 안정적인 주가상승 추세가 유지되기 위해서는 구체적인 수주확인이 필요하다. 한편 1 분기 실적을 저점으로 하반기로 갈수록 실적개선폭은 커질 것이다. 연간 신규수주는 3.25 조원으로 3 년 연속 3 조원 돌파가 예상된다.

## 북한의 철도 인프라 투자확대는 중장기적인 성장모멘텀

남북 경제 협력의 대표적인 사업으로 북한의 철도 인프라 투자확대가 부각되고 있다. 과거 국내 투자를 기준으로 할 경우 통상 노선별(경의/경원/동해선)로 10~12 조원이 소요 될 것으로 예상된다. 객차 투자비가 총 예산의 7~8% 임을 가정하면 철도차량 구입에 최대 3 조원에 가까운 발주가 나올 수 있다는 판단이다. 여기에 장기적인 관점에서 대륙 횡단 열차까지 운행된다면 국내 철도차량 산업의 부흥을 이끌기에 충분하다.

## 주가의 선반영으로 투자 의견은 중립 제시

국내의 안정적인 수주를 바탕으로 해외 수주경쟁력도 향상되고 있다. 중국 업체들의 출혈경쟁이 자제되고 있는 점이 긍정적이다. 무엇보다 남북 경험확대와 이에 따른 한반도 철도인프라 확대라는 중장기적인 성장 모멘텀도 확보하였다. 그러나 단기적으로 볼 때 기대감은 주가에 이미 선반영 되었다는 판단이다. 향후 안정적인 주가상승 추세가 유지 되기 위해서는 이를 뒷받침 할 수 있는 구체적인 수주의 확인이 필요하다. 투자 의견 중립, 목표주가 28,000 원을 제시하고 신규편입한다.

## 연간 신규수주는 3.25 조원으로 3 년 연속 3 조원 상회할 것

2 분기 매출액은 6,320 억원으로 전년 대비 5.5% 감소하고 영업이익은 140 억원, 8.5% 감소가 예상된다. 외형감소는 철도부문의 일부 프로젝트 생산 순연이 영향을 끼친 것으로 판단된다. 그러나 1 분기를 저점으로 하반기로 갈수록 실적이 개선되는 것에는 변함이 없다. 제품믹스 개선과 계절적 효과, 외형증가에 따른 수익성 향상이 가능하기 때문이다. 연간 신규수주는 3.25 조원으로 3 년 연속 3 조원을 상회할 것으로 전망된다. 여전히 해외철도 수주가 수주호조를 견인하고 있다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	33,091	29,848	27,257	26,035	27,250	28,105
yoy	%	3.7	-9.8	-8.7	-4.5	4.7	3.1
영업이익	억원	-1,929	1,062	454	403	612	760
yoy	%	적전	흑전	-57.2	-11.3	51.8	24.3
EBITDA	억원	-1,256	1,829	1,266	1,194	1,381	1,512
세전이익	억원	-2,970	231	-479	-117	121	294
순이익(지배주주)	억원	-3,062	218	-474	-122	70	190
영업이익률%	%	-5.8	3.6	1.7	1.6	2.2	2.7
EBITDA%	%	-3.8	6.1	4.6	4.6	5.1	5.4
순이익률%	%	-9.2	0.8	-1.7	-0.4	0.3	0.8
EPS	원	-3,602	257	-557	-143	82	223
PER	배	N/A	70.7	N/A	N/A	330.4	121.3
PBR	배	0.9	1.1	1.2	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	배	-25.7	15.5	20.7	27.3	23.7	21.6
ROE	%	-20.3	1.6	-3.5	-0.9	0.5	1.4
순차입금	억원	18,196	11,768	9,164	8,544	8,665	8,510
부채비율	%	250.8	204.9	187.9	181.8	185.9	187.9

## 남북 경제 협력의 1 순위는 철도 인프라 투자확대

남북 경제 협력의 1 순위는 철도 인프라 투자확대, 경의선 공동점검 등 구체적인 움직임도 활발

남북 경제 협력의 대표적인 사업으로 북한의 철도 인프라 투자확대가 부각되었다. 남북 경의선 철도연결구간 공동점검 등 구체적인 움직임도 활발해지고 있다. 사업진행 속도나 규모, 향후 남북 정세 등 확인해야 할 요인들이 산적한 것은 사실이다. 그럼에도 불구하고 남북 철도사업은 유라시아 횡단철도로 연결되면서 국내 철도 산업의 르네상스를 불러올 수 있는 중장기적 호재인 것은 부인할 수 없다. 철도차량의 전분야를 아우르는 동사의 수혜가 예상되는 이유이다.

경제성 확보를 위해 북한의 철도 인프라 투자는 필수적인 요인

북한의 철도 인프라는 주지하는 바와 같이 상당부분 낙후되어 있다. 최근 북한이 풍계리 핵실험장 폐쇄 조치를 단행하면서 기자들이 원산에서 풍계리까지 열차를 이용했는데, 약 420km 거리를 열차로 이동하는데 약 12 시간 이상 소요(시속 약 35km)되었다. 한국철도공사의 연구 및 2007년 북한 철도 실태 조사 결과에 따르면, 북한 철도 중 가장 유지 보수가 양호한 구간은 개성~신의주 구간이다. 하지만 가장 양호한 구간일지라도 일반적인 토양 및 자갈의 부족, 궤도의 마모/훼손/부식 등 다양한 문제를 안고 있는 것으로 나타났다. 이는 곧 경제성과 연결되는 문제로 화물 운송 기준 경제성이 확보되는 최저 운행 속도가 약 60~80km/h 인 점을 감안한다면, 북한 내 열차 운행 속도 향상을 위한 개/보수가 반드시 필요한 상황이다.

북한 주요 철도 노선



자료 : KORAIL, SK 증권

한반도 통합철도망 주요 계획



자료 : 국토교통부, 언론 발췌, SK 증권

**남북열차 노선별 총 건설 비용은  
30 조원을 상회할 전망**

북한의 노선별 공사비는 추정기관과 방식, 사업방법에 따라 편차가 심하다. 하지만 과거 국내 투자를 기준으로 할 경우 통상 노선별로 10~12 조원이 소요될 것으로 예상된다. 3 개 노선 투자에 객차 투자비가 총 예산의 7~8% 임을 가정하면 철도차량 구입에 최대 3 조원에 가까운 발주가 나올 수 있다는 판단이다. 여기에 장기적인 관점에서 대륙횡단 열차까지 운행된다면 국내 철도차량 산업의 부흥을 이끌기에 충분하다.

**남북열차 노선별 건설 비용 추정**

노선	건설 비용
경의선(개성~평양~신의주)	7조 8,757억원
경원선(평양~원산~두만강)	14조 9,294억원
동해선(고성~원산~두만강)	14조 7,765억원

자료 : 한국철도공사, SK 증권

(단위 : 억원)

구분	I 안	II 안	III 안	IV 안
경의선 (개성-평양-신의주)	117,420	20,847	15,666	13,569
경원선 (평양-원산-두만강)	222,585	39,518	29,698	25,722
동해선 (고성-원산-두만강)	220,305	39,114	29,392	25,458

자료 : 한국철도연구기술원, 코레일, SK 증권

주 : I 안 - 남한 건설단가로 계산

II 안 - 러시아의 북한철도 실태조사에 따라 러시아 산정단가로 계산

III 안 - 러시아의 북한철도 실태조사에 따라 25% 건설비 절감시 계산(세제혜택 포함)

IV 안 - 남한의 자재장비지원에 따라 북한이 건설할 경우, 현재 경의선동해선 연결

**현대로템은 고속전철에서 트램에  
이르기까지 철도차량의 전분야를  
생산할 수 있는 국내 대표기업**

현대로템은 고속전철에서 전동차, 자기부상열차, 트램에 이르기까지 철도차량의 전분야를 아우를 수 있는 국내 대표기업이다. 설계에서 제작, 서비스까지 글로벌 경쟁력을 보유하고 있으며 전장품 및 경정비, 중정비 등 차량 유지보수 영역까지 역량을 확보하고 있다. KTX 경부선을 비롯해 호남선, SRT 등 국내 고속열차 전량을 납품하였다. 전동차도 높은 경쟁력을 바탕으로 국내뿐 아니라 인도, 미국, 터키, 말레이시아, 홍콩 등 다수의 국가에 수출한 실적을 가지고 있다.

#### KTX



자료 : 현대로템

#### 도시형 자기부상열차



자료 : 현대로템

#### 서울시 전동차



#### 저상 트램

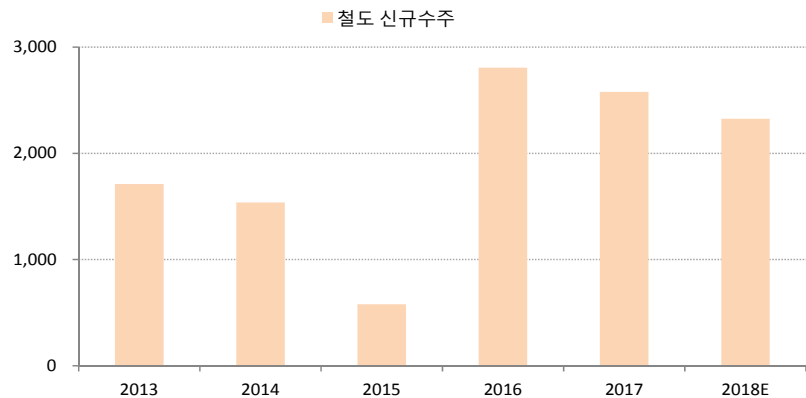


해외철도수주 상반기에만 1조원  
돌파, 연간으로 2조원을 상회할  
것으로 예상

해외 철도 수주는 상반기에 1조원을 상회하면서 연간으로 2조원을 넘어설 것으로 예상된다. 지난 6월 대만 철도청 통근형 전동차사업에서 9,290억원을 수주하면서 다시 한번 해외에서의 경쟁력을 확인시켜 주었다. 이외에도 폴란드의 트램과 이집트 전동차 등 수주 가능성이 높은 추가 물량이 잇달아 나올 전망이다. 글로벌 주요 경쟁업체인 중국 기업들의 저수익성 자제 전략이 확산되면서 가격 경쟁력이 확보된 점도 긍정적으로 평가된다. 동남아시아 지역 대규모 고속철도 사업도 진행되고 있어 철도부문의 수주모멘텀은 한층 더 강화될 것이다.

철도부문 신규수주 추이

(단위 : 십억원)



자료 : 현대로템 SK 증권 추정

철도부문 수주내역

(단위 : 억원)

수주일자	계약상대방	수주금액	수주내역
2018-06-27	대만 철도청	9,290	대만 철도청 통근형 전동차 공급사업
2017-12-05	터키 이스탄불시	1,564	터키 이스탄불 전동차 공급 사업
2017-12-04	이란 철도청	9,292	이란 철도청 디젤전동차 공급
2017-11-07	MEGA	1,770	인도 아메다바드 전동차 32편성
2017-10-19	KORAIL	1,116	코레일 1호선 전동차 구매
2017-07-28	서울교통공사	1,760	서울시 2호선 전동차 214량
2017-06-23	이집트 카이로터널청	4,456	카이로 3호선 32편성 공급계약
2016-12-30	KORAIL	2,687	동력 분산식 고속차량(EMU-250)
2016-12-16	튀니지 철도청	2,033	튀니스 교외선 전동차 112량
2016-08-18	호주 뉴사우스웨일즈 주 교통부	8,894	호주 시드니 2층 전동차 공급계약
2016-06-08	KORAIL	1,014	동력 분산식 고속차량(EMU-250)
2016-05-20	MASS RAPID TRANSIT	2,875	말레이시아 KV MRT 2호선
2016-04-25	터키 이스탄불시	3,589	터키 이스탄불 전동차 공급 사업
2016-03-11	Transdev Wellington	1,870	뉴질랜드 웰링턴 유지보수사업
2016-01-22	ULC	5,313	필리핀 전동차 및 시스템 공급계약

자료: 현대로템

## 방산부문은 안정적, 플랜트부문은 수익성 위주 전략

### 방산부문은 안정적인 흐름 유지

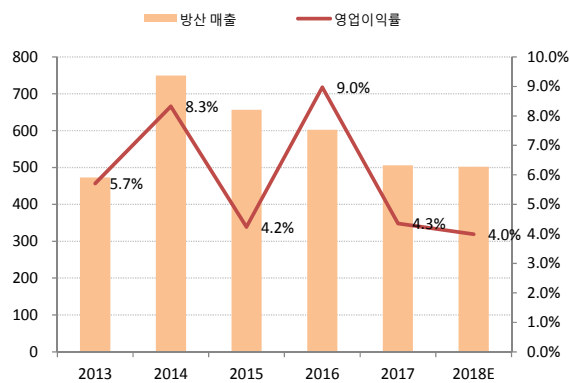
방산부문은 안정적인 흐름이 유지되고 있다. K1, K1A1 등 기존에 배치된 전차의 창정비와 차륜형 장갑차 양산수주 물량을 감안할 경우 4 천억원 이상의 수주는 가능할 전망이다. K2 전차의 경우 파워팩결함의 이슈가 일정부분 남아있지만 후속 양산 발주에는 이상이 없을 것으로 전망된다. 다소 아쉬운 점은 해외수출이 쉽지 않다는 점이다.

### 플랜트부문은 외형보다는 수익성 제고 전략으로 접근

플랜트 부문은 기존에 수주했던 저가 EPC 물량이 소진됨에 따라 수익성 정상화가 이루어지고 있다. 다만 공격적인 수주를 자제하고 있어 외형증가는 제한적일 것이다. 향후에도 자동차와 제철설비 등 경쟁력이 있는 분야에 집중할 것으로 전망된다. 금년 예상 수주는 5,200 억원이며 현대제철의 대규모 투자가 조기에 집행될 경우 목표치를 상회할 가능성이 있다.

방산부문 실적추이

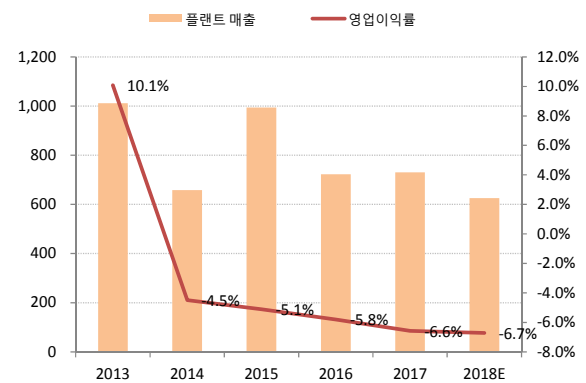
(단위 : 십억원)



자료 : 현대로템 SK 증권 추정

플랜트부문 실적추이

(단위 : 십억원)



자료 : 현대로템 SK 증권 추정



## 2 분기부터 계단식 실적 개선 가능

철도부문의 일부 프로젝트 생산  
순연으로 2 분기 매출액은 전년대비  
5.5% 감소 예상, 2 분기부터  
분기별로 계단식 실적 개선 가능

2 분기 매출액은 6,320 억원으로 전년대비 5.5% 감소하고 영업이익은 140 억원, 8.5% 감소가 예상된다. 외형감소는 철도부문의 일부 프로젝트 생산 순연이 영향을 끼친 것으로 판단된다. 그러나 1 분기를 저점으로 하반기로 갈수록 실적이 개선되는 것에는 변함이 없다. 제품믹스 개선과 계절적 효과, 외형증가에 따른 수익성 향상이 가능하기 때문이다. 연간 신규수주는 3.25 조원으로 3 년 연속 3 조원을 상회할 것으로 전망된다. 여전히 해외철도 수주가 수주호조를 견인하고 있다.

투자의견 중립, 목표주가  
27,000 원을 제시하고 신규편입,  
성장모멘텀은 있지만 주가는 이미  
선반영, 추가적인 상승을 위해서는  
구체적인 수주확인이 필요

투자의견 중립, 목표주가 27,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표 PBR 은 1.8 배로 글로벌 동종업체의 평균에서 30% 프리미엄을 부여하였다. 국내의 안정적인 수주를 바탕으로 해외 수주경쟁력도 향상되고 있다. 중국 업체들의 출혈경쟁이 자제되고 있는 점이 긍정적이다. 무엇보다 남북 경협확대와 이에 따른 한반도 철도인프라 확대라는 중장기적인 성장 모멘텀도 확보하였다. 그러나 단기적으로 볼 때 기대감은 주가에 이미 선반영 되었다는 판단이다. 향후 안정적인 주가상승 추세가 유지되기 위해서는 이를 뒷받침 할 수 있는 구체적인 수주의 확인이 필요하다.

### 실적추이

(단위: 십억원)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018E
매출	철도	1,671	1,620	1,487	1,487	1,316	1,305
	플랜트	1,012	658	994	723	730	625
	방위	473	750	657	602	506	502
	기타	120	164	171	173	174	172
	합계	3,276	3,191	3,309	2,985	2,726	2,604
영업이익	철도	29	-43	-189	81	61	57
	플랜트	102	-30	-51	-42	-48	-42
	방위	27	62	28	54	22	20
	기타	16	17	20	13	10	8
	합계	174	7	-192	106	45	40
영업이익률	철도	1.7%	-2.7%	-12.7%	5.4%	4.6%	4.4%
	플랜트	10.1%	-4.5%	-5.1%	-5.8%	-6.6%	-6.7%
	방위	5.7%	8.3%	4.2%	9.0%	4.3%	4.0%
	기타	13.3%	10.3%	11.4%	7.5%	5.7%	4.7%
	합계	5.3%	0.2%	-5.8%	3.6%	1.7%	1.5%

자료: 현대로템 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.26	매수	31,000원	6개월		
2017.07.12	매수	25,000원	6개월	-16.18%	62.20%
2017.04.27	매수	25,000원	6개월	-14.15%	-9.40%



### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 26일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	29,097	26,199	24,776	25,719	26,748
현금및현금성자산	5,802	4,358	3,964	3,963	4,327
매출채권및기타채권	17,523	15,574	14,877	15,571	16,059
재고자산	2,217	1,949	1,862	1,949	2,010
<b>비유동자산</b>	15,635	14,640	14,525	14,430	14,335
장기금융자산	238	237	236	236	236
유형자산	12,415	11,604	11,414	11,344	11,245
무형자산	1,444	1,397	1,322	1,273	1,231
<b>자산총계</b>	44,732	40,839	39,301	40,149	41,083
<b>유동부채</b>	16,412	13,418	13,943	14,520	14,841
단기금융부채	6,998	3,176	4,160	4,280	4,280
매입채무 및 기타채무	7,541	8,658	8,270	8,656	8,928
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	13,648	13,238	11,409	11,586	11,972
장기금융부채	11,129	10,894	8,816	8,816	9,026
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1,280	875	978	994	1,025
<b>부채총계</b>	30,060	26,656	25,352	26,105	26,813
<b>지배주주지분</b>	13,920	13,440	13,231	13,304	13,496
자본금	4,250	4,250	4,250	4,250	4,250
자본잉여금	4,084	4,084	4,084	4,084	4,084
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,592	5,129	4,918	4,988	5,177
비지배주주지분	752	743	718	740	773
<b>자본총계</b>	14,672	14,183	13,949	14,044	14,270
<b>부채외자본총계</b>	44,732	40,839	39,301	40,149	41,083

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	6,682	2,571	1,611	869	1,109
당기순이익(손실)	231	-463	-107	92	223
비현금성항목등	2,214	2,376	1,447	1,289	1,289
유형자산감가상각비	665	624	615	600	589
무형자산감가상각비	102	187	177	169	163
기타	1,046	773	426	158	130
운전자본감소(증가)	4,259	661	253	-482	-332
매출채권및기타채권의 감소(증가)	7,027	1,372	471	-694	-489
재고자산감소(증가)	56	181	79	-87	-61
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,600	1,684	-112	386	272
기타	-223	-2,577	-185	-87	-54
법인세납부	-23	-3	17	-29	-71
<b>투자활동현금흐름</b>	604	381	-391	-586	-546
금융자산감소(증가)	146	21	81	0	0
유형자산감소(증가)	97	-279	-440	-530	-490
무형자산감소(증가)	-93	-153	-102	-120	-120
기타	455	792	71	64	64
<b>재무활동현금흐름</b>	-4,054	-4,365	-1,606	-284	-198
단기금융부채증가(감소)	-7,454	-5,666	-384	120	0
장기금융부채증가(감소)	4,069	1,769	-750	0	210
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-50	-21	0	0	0
기타	-619	-447	-432	-404	-408
<b>현금의 증가(감소)</b>	3,269	-1,444	-394	-1	365
기초현금	2,533	5,802	4,358	3,964	3,963
기말현금	5,802	4,358	3,964	3,963	4,327
FCF	6,842	3,132	1,081	101	386

자료 : 현대로템 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	29,848	27,257	26,035	27,250	28,105
<b>매출원가</b>	26,971	25,434	24,256	25,234	25,885
<b>매출총이익</b>	2,877	1,822	1,779	2,017	2,220
매출총이익률 (%)	9.6	6.7	6.8	7.4	7.9
<b>판매비와관리비</b>	1,815	1,368	1,377	1,405	1,460
영업이익	1,062	454	403	612	760
영업이익률 (%)	3.6	1.7	1.6	2.2	2.7
<b>비영업손익</b>	-831	-933	-520	-490	-466
<b>순금융비용</b>	569	420	368	340	344
외환관련손익	32	-593	130	6	6
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	5	6	2	2	2
세전계속사업이익	231	-479	-117	121	294
세전계속사업이익률 (%)	0.8	-1.8	-0.5	0.4	1.1
계속사업법인세	-1	-16	-11	29	71
<b>계속사업이익</b>	231	-463	-107	92	223
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	231	-463	-107	92	223
<b>순이익률 (%)</b>	0.8	-1.7	-0.4	0.3	0.8
지배주주	218	-474	-122	70	190
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.73	-1.74	-0.47	0.26	0.68
<b>비지배주주</b>	13	11	15	22	33
<b>총포괄이익</b>	345	-467	-103	95	226
<b>지배주주</b>	332	-480	-119	73	193
<b>비지배주주</b>	12	13	15	22	33
EBITDA	1,829	1,266	1,194	1,381	1,512

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-9.8	-8.7	-4.5	4.7	3.1
영업이익	흑전	-57.2	-11.3	51.8	24.3
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	143.0
EBITDA	흑전	-30.8	-5.6	15.6	9.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	172.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.6	-3.5	-0.9	0.5	1.4
ROA	0.5	-1.1	-0.3	0.2	0.6
EBITDA마진	6.1	4.6	4.6	5.1	5.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	177.3	195.3	177.7	177.1	180.2
부채비율	204.9	187.9	181.8	185.9	187.9
순차입금/자기자본	80.2	64.6	61.3	61.7	59.6
EBITDA/이자비용(배)	2.9	2.5	2.7	3.4	3.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	257	-557	-143	82	223
BPS	16,376	15,811	15,566	15,651	15,878
CFPS	1,159	397	788	987	1,108
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	93.4	N/A	N/A	494.3	181.5
PER(최저)	42.4	N/A	N/A	182.9	67.1
PBR(최고)	1.5	1.4	2.6	2.6	2.6
PBR(최저)	0.7	1.1	1.0	1.0	0.9
PCR	15.7	47.2	34.4	27.5	24.5
EV/EBITDA(최고)	18.2	23.3	36.9	32.0	29.2
EV/EBITDA(최저)	12.1	19.3	18.7	16.3	14.8