

MAR.2017



SK COMPANY ANALYSIS

# 화성산업(002460KS)

## 대구 '동촌 신도시(가칭)'는 누가 개발할까?

스몰캡. 서충우 | 3773-9005, choongwoo.seo@sk.com

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

## Company Data

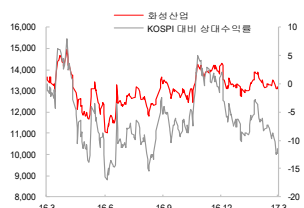
자본금	623 억원
발행주식수	1,245 만주
자사주	74 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,644 억원
주요주주	
이인중(외32)	39.59%

외국인지분률	13.30%
배당수익률	5.20%

## Stock Data

주가(17/03/27)	13,200 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.21
52주 최고가	14,950 원
52주 최저가	11,000 원
60일 평균 거래대금	6 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.2%	-5.6%
6개월	-1.1%	-6.4%
12개월	-3.3%	-11.5%

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

### 대구 '동촌 신도시(가칭)'는 누가 개발할까?

- 대구·경북지역 1 위의 건설사(초우량 재무구조/고배당 성향)
- 신세계TV 쇼핑(지분 30% 보유)의 매출 성장 지속 및 이익부문의 점진적인 개선 예상
- 대구공항이 통합이전 한다면 직접적인 수혜 예상  
(두 곳의 이전후보지 인근에 토지 13 만평 보유/기존 공항부지 개발 참여에 따른 수혜)

### 초우량 재무구조가 돋보이는 대구·경북지역 1 위의 건설사

1958 년에 설립된 화성산업은 대구·경북지역 1 위의 건설사로서 토목·건축 분야 시공능력 31 위의 업체이다. 현재 보유하고 있는 현금 1,450 억원 수준이고, 이자지급성 부채가 110 억원에 불과한 초우량 재무구조를 갖추고 있다. 또한, 2016 년 현금배당은 주당 680 원(시가배당율 4.81%)으로 향후에도 고배당 성향은 지속될 것으로 본다.

### 본격적인 성장을 앞둔 신세계 TV 쇼핑

신세계 TV 쇼핑은 신세계그룹과 동사가 각각 70%, 30%의 지분을 보유하고 있는 T 커머스 사업 회사이다. 최근 2 년간 매출 성장과 함께 투자비도 급증했다. 신세계그룹과의 시너지 효과를 바탕으로 올해 또한 고성장이 예상되고, 특히 올해부터는 이익부문에서도 실적 개선이 기대된다.

### 대구공항이 통합이전 할 경우 직접적인 수혜가 예상(보유토지/본업 가치 상승)

두 곳의 이전후보지 인근에 13 만평 정도의 토지를 보유하고 있다. 만약, 공항 이전이 확정된다면 가파른 토지가격 상승이 예상된다. 또한, 지역 1 위의 항토 건설사로서 기존 부지 개발('동촌 신도시(가칭)') 및 산공항 건설에 따른 직접적인 수혜가 예상된다.

### 실적전망 및 Valuation

2017 년 매출액은 5,494 억원, 영업이익은 464 억원을 기록하며 각각 전년대비 11.1%, 5.7% 증가할 것으로 전망된다. 화성산업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 25,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2017 년 예상 EPS 3,096 원에 PER 8 배를 적용하였다. 목표주가 산정에 통합공항 이전 수혜 및 채석장 가치는 반영하지 않았다.

### 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	11.1	1.1	0.0
영업이익	억원	152	247	439	464	516	516
yoy	%	93.4	62.3	77.7	5.8	11.3	0.0
EBITDA	억원	180	278	471	499	546	542
세전이익	억원	246	250	431	453	508	516
순이익(지배주주)	억원	237	243	337	354	396	403
영업이익률%	%	3.6	5.1	8.9	8.5	9.3	9.3
EBITDA%	%	4.3	5.8	9.5	9.1	9.8	9.8
순이익률	%	5.6	5.1	6.8	6.4	7.1	7.3
EPS	원	1,900	1,951	2,704	2,841	3,183	3,235
PER	배	6.3	6.2	5.0	4.7	4.2	4.1
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	14	24	1.2	0.7	-0.4	-1.1
ROE	%	9.4	8.8	11.3	10.7	10.9	10.2
순차입금	억원	-1,342	-937	-1,218	-1,388	-1,949	-2,324
부채비율	%	97.1	65.6	61.3	52.1	54.8	50.9

## 대구 경북지역 1 위의 건설업체

대구·경북지역 1위의  
향토 건설사로서 토목건축 분야  
시공능력 31위의 업체

1958년에 설립된 화성산업은 대구·경북지역 1위의 향토 건설사로서 토목·건축 분야 시공능력 31위의 업체이다. 사업부문별 비중은 건축 64.8%, 토목 24.7%, 기타 9.5%로 구성되며 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(1.9조원) 보유

분양시장을 비롯한 대구지역의 아파트 시장은 2016년 하반기 이후 공급량 증가에 대한 부담으로 침체될 것이라는 예상이 다수의 의견이다. 하지만, 다소 불리한 시장상황에도 불구하고 본업 관련 매출은 지속적으로 성장할 것으로 본다. 그 이유는 현재 수주잔고가 1.8조원에 이르고, 그 내용을 살펴보면 미분양과 미입주 리스크 가능성이 낮은 아파트 재건축(1.6조원), 도급공사(0.3조원)가 대부분을 이루고 있기 때문이다.

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

2013년 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

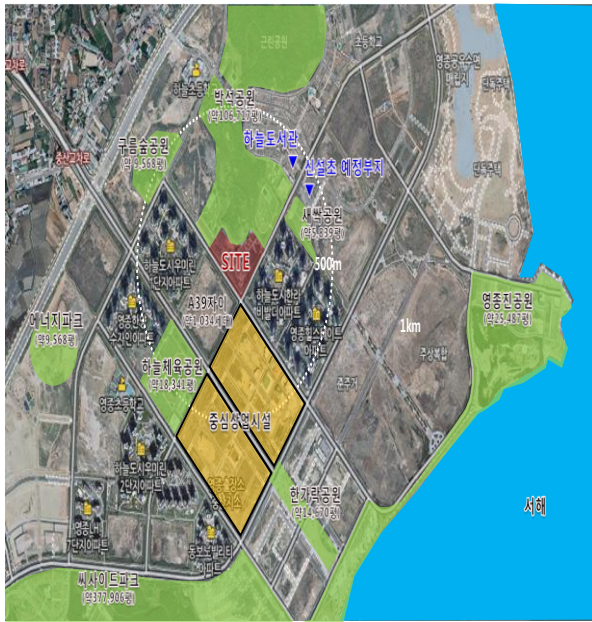
반면에, 동사는 지난 수년간의 호황기에도 자체 주택사업보다는 지속적으로 안정적인 재건축·재개발 사업에 주력함으로써 경쟁사 대비 저조한 성장을 기록했다. 이러한 상황에서 부동산 시장 분위기가 침체기로 접어들다면 동사의 피해는 경쟁사들에 비해 훨씬 작을 것이고, 투자자들에게도 시황 변동에 큰 영향 없이 성장하는 좋은 기업으로 인식될 수 있다. 특히 동사의 2016년 매출액이 5,000억원 정도인 점을 감안할 때, 1.9조원의 수주잔고는 현재 주춤하고 있는 아파트 분양 시장에서 동사의 우월성을 부각시켜 줄 것이다.

영종하늘도시에서 자체분양 진행중,  
준공시까지 양호한 결과가 나올  
것으로 기대됨

한편, 자체 주택사업을 보면, 영종하늘도시에서 작년 10월 657세대 자체분양을 했는데, 해당 지역 분양시장 분위기가 썩 좋아 보이지는 않지만 입지와 주변 자연환경(박석공원 등)이 상당히 우수하므로 준공시까지 양호한 결과가 예상된다. 또한, 올해에는 파주 운정지구의 사업장에서도 분양사업이 가시화 될 수 있다. 2014년 해당 토지를 상대적으로 저렴한 단가에 매입했고, 인근 지역에 홈플러스 입점 및 GTX 연장의 수혜가

긍정적으로 보인다. 게다가 극히 보수적인 경영을 선호하는 동사는 아파트 분양시장 상황과 파주 운정지구 사업장의 사업성을 면밀하게 살피고 분양여부를 결정할 것으로 예상된다.

그림 1> 영종하늘도시 화성파크드림 부지



참고 : 화성산업 SK 증권

그림 2> 3호선 파주연장 노선도



참고 : 화성산업 SK 증권

## 초우량 재무구조 및 고배당 정책

**초우량 재무구조  
+ 고배당 정책  
(시가배당을 4.81%)**

현재 보유하고 있는 현금성 자산은 1,450 억원 수준이고, 부채는 국민주택기금 대출에 따른 이자지급성 부채가 110 억원 있다. 이중 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(1,700 억원)은 본업가치가 거의 반영되지 않은 수준으로 추정된다. 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 추이는 향후에도 지속될 것으로 예상된다.



## 본격적인 성장을 앞둔 신세계 TV 쇼핑

### 신세계 TV 쇼핑 주요주주 현황

: 신세계그룹 70%, 화성산업 30%

동사는 2005년 방송통신위원회로부터 T 커머스 사업권을 승인 받았다. 2013년에는 T 커머스 사업부문을 물적분할하여 ‘(주) 드림커머스’를 설립했고, 2015년에는 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 1조 2,000 억원 수준에 이를 듯

최근 T 커머스 시장은 가파르게 성장하고 있다. 한국 T 커머스 협회와 홈쇼핑 업계에 따르면, 2016년 국내 T 커머스 시장의 전체 취급고는 7,000 억원으로 전년 2,500 억원 보다 280% 성장했고, 올해는 T 커머스 시장의 취급고 규모가 1조 2,000 억원 수준에 이를 것으로 보고 있다.

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

이러한 분위기에 발맞추어 신세계그룹 또한 T 커머스 사업을 면세점, 편의점 사업과 함께 3대 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 년도에는 그룹 계열사와의 유통시너지를 본격화하여 빠른 성장을 거두겠다는 계획이다.

### 매출의 빠른 성장과 공격적인

투자로 인해 2018년에는 흑자전환 가능성 높음

작년 12월 20일 신세계TV 쇼핑 김군선 대표는 일부 언론과의 인터뷰를 통해서 2017년 매출액(취급고 기준) 2,650 억원으로 전년대비 80%의 성장을 자신했고, 출범(2015년) 1년만에 회원수가 200 만명을 돌파했는데 2017년까지는 회원수를 500 만명까지 늘리는 것이 목표라고 밝혔다. 특히, 11월과 12월에 취급고가 각각 200 억원이 넘었다는 사실을 자신감의 근거 중 하나로 밝혔다. 신세계 TV 쇼핑 실적은 2016 매출액(취급고 기준) 1,500 억, 영업이익 294 억 적자로 추정된다. 2015년 대비 매출액은 600% 이상 증가했고, 영업이익은 142 억원 정도 적자폭이 늘었다. 2017 년도에는 외형의 대폭 성장과 투자비 감소에 힘입어 소폭 적자로 실적이 개선되고, 2018년에는 흑자전환 할 것으로 예상된다.



## NEWS

### KTH·신세계, T 커머스 2 강 굳힌다

KTH 와 신세계티비쇼핑이 가파르게 성장하며 T 커머스 업계에서 적수 없는 2 강 체제를 구축하고 있다. 한국 T 커머스협회에 따르면 2014 년 790 억원이었던 국내 T 커머스 시장 규모는 2015 년 2500 억원, 올해 2016 년 7000 억원 규모로 성장할 것으로 예상된다. 연 평균 성장률은 212% 수준이다.

방송·통신 융·복합으로 양방향성이 보장된 디지털 TV 환경이 조성된 데다, 향후 전체 유료방송의 디지털 가입자 1907 만명으로 더 늘어나면 T 커머스 시장은 더욱 커질 전망이다. 이 가운데 KTH 와 신세계티비쇼핑 양사는 모기업의 역량을 적극 활용해 차별화한 서비스와 콘텐츠를 확보하는 데 성공함으로써 성장세를 이어가고 있다. 특히 아직 규모가 작은 T 커머스 시장의 기준 확립을 선도하고 있어 향후에도 굳건한 2 강 체제를 이어갈 것이라는 평가가 나온다.

◇ K 쇼핑·신세계티비쇼핑 매출 급성장 : KTH 의 K 쇼핑과 신세계티비쇼핑의 신세계쇼핑은 T 커머스 업계에서도 독보적인 성장률을 자랑한다.

올해 T 커머스 'K 쇼핑' 출범 4 주년을 맞은 KTH 는 확고한 1 위 기업의 지위를 유지 중이다. 1991 년 하이텔 서비스를 제공하는 한국 PC 통신으로 설립된 KTH 는 2005 년 콘텐츠 유통사업 진출에 이어 2012 년 T 커머스 기업으로 변신하며 영토를 확장해왔다.

이 중 K 쇼핑의 매출은 2013 년 77 억원, 2014 년 264 억원, 2015 년 413 억원으로 꾸준히 성장해왔다. 특히 올해는 T 커머스 사업 매출이 기존 주력 사업인 콘텐츠 유통사업과 ICT 플랫폼 사업의 매출을 뛰어넘을 전망이다.

KTH 의 T 커머스 매출은 지난 1 분기 128 억원, 2 분기 156 억원, 3 분기 199 억원으로 전년 동기 대비 각각 21.9%, 75.3%, 84.0% 등 폭발적인 상승 곡선을 그리고 있다.

지난 상반기까지 누적 매출 284 억원으로 ICT 플랫폼, 콘텐츠 유통사업의 뒤를 이었던 T커머스는 3 분기 누적 매출 483 억원을 기록, 콘텐츠 유통사업(411 억원)을 넘어섰고, 올 연말에는 ICT 플랫폼 사업마저 역전해 전사 매출 비중 1 위로 올라설 것이 확실시 된다. 내년에는 T커머스 손익분기점 돌파도 가능할 것으로 회사 측은 내다보고 있다.

신세계그룹의 T 커머스 법안 신세계티비쇼핑은 향후 K 쇼핑에 대항할 수 있는 강력한 후보로 꼽힌다.

신세계그룹은 지난해 7 월 T-커머스 사업자 ‘드림커머스’를 인수, T 커머스 시장에 뛰어들었다. 채널 브랜드 명도 기존의 ‘드림앤쇼핑’에서 ‘신세계쇼핑’으로 바꿨다.

신세계티비쇼핑은 지난해 말부터 꾸준히 채널을 늘리면서 올해부터 사업이 본격화 하며 실적도 반등하고 있다. 신세계티비쇼핑의 지난 2 분기 매출은 직전 분기보다 44.3% 성장한 것으로 나타났다. 5 월과 6 월의 전월 대비 매출 신장률도 각각 27.5%, 25%를 기록했다.

◇모기업 역량 기반으로 시너지 높아=이 같은 양사의 성장세는 모기업과의 시너지가 작용한 것으로 분석된다.

KTH는 모기업 KT와 자사의 ICT 기술을 활용해 기술적인 차별화에 한 걸음 앞서고 있다. KTH가 특허 출원 또는 취득한 T커머스 기술만 31 건이나 된다. 또 KTH는 빅데이터를 통해 올레 TV 가입가구 이용패턴을 분석해 3 개의 그룹으로 나눠 각 가구별 최적화된 방송 콘텐츠를 송출하고 있다. 비밀번호 입력만으로 결제 가능한 ‘올레 tv 페이’, IPTV 요금 합산 청구서비스 ‘올레 tv 요금결제’ 등 간편결제도 도입했다.

이와 함께 ‘PD 출신’의 이력을 가진 오세영 사장의 역량을 기반으로 차별화 한 콘텐츠도 확보하고 있다. 지난해 1 월부터 KT 스카이라이프의 5 개 PP(프로그램공급자)에서, 같은 해 11 월부터는 KBSN의 주요채널에서 ‘연동형 커머스’ 서비스도 시작했다. 연동형 커머스는란 일반 방송 프로그램 시청시 ‘트리거(화면상에 노출되는 일종의 아이콘)’를 노출해 방송과 관련된 상품을 판매하는 것을 말한다.



이 같은 차별화를 통해 K 쇼핑은 이달 초 단일 상품 1시간 방송으로 주문액 1억원을 돌파하는 기록을 세웠다. T커머스 업계에서는 최초의 기록이다. 또 미국 최대 한국어 방송사 TVK와 미주 지역 T커머스 시범 사업을 위한 업무협약을 맺고 첫 시험방송을 시작하는 등 해외 사업도 개척하고 있다.

신세계티비쇼핑은 유통 대기업인 신세계그룹의 역량을 기반으로 성장세를 이어가고 있다.

신세계티비쇼핑은 신세계의 다양한 관계사와 함께 프로모션 등 협력이 가능하고, 유통업체를 기반으로 한 회사이기 때문에 상품 운용에 대한 노하우도 경쟁사들에 비해 훨씬 풍부하다.

우선 이마트, 신세계백화점, 스타필드 등 유통 관계사와 상품, 프로모션 등을 함께 진행하고 있다. 대표적으로 신세계 자체 식품 브랜드인 '피코크'에서 나온 '피코크 조선히otel 김치', 스타필드 하남에 입점한 한샘 가구 등을 판매하고 있다.

최근에는 업계 최초로 종합편성방송사 '채널 A'와 제휴 인기프로그램 '개밥 주는 남자'를 통해 본방송 연동형 T커머스 서비스도 시작했다. 기존 연동형 T커머스가 PP사가 제공하는 재방송에서 이뤄진 반면, 신세계의 이번 서비스는 종편 채널의 본방송에서 진행되는 점이 가장 큰 차이점이다.

또 신세계티비쇼핑은 기존 홈쇼핑 산하 T커머스 사업자를 제외하고 유일하게 자체 방송제작센터도 보유하고 있다. A 스튜디오에서는 패션/생활, B 스튜디오에서는 주방/식품 등 특화 방송을 진행하며, 모바일 스튜디오에서는 차별화 콘텐츠를 제작한다.

업계 관계자는 "기존 T커머스 사업자와 홈쇼핑 계열 T커머스가 아직 본격적인 사업 확대를 하지 않는 상황에서 KTH와 신세계티비쇼핑이 모기업들을 통해 공격 경영을 펼치고 있다"며 "이제 막 성장 단계에 접어든 시장인만큼 양사가 이 시장의 기준을 확립해가며 확고한 2강 체제를 확립할 것으로 본다"고 말했다.

<2016.11.30 뉴스웨이>



## ◇ 김군선 신세계TV쇼핑 대표 "그룹 계열사와 유통 시너지...성장시동 걸겠다"

그룹 3대 新 사업으로 외형확장  
PB 제품 확대하고 해외진출도 속도

내년 매출 80% 늘리고 회원수도 2 배이상 확대

[아시아경제 김현정 기자] 김군선 신세계 TV 쇼핑 대표가 그룹 계열사와의 유통 시너지를 본격화하며 내년부터 빠른 성장세를 거두겠다는 포부를 밝혔다. T 커머스가 면세점, 편의점 사업과 함께 신세계그룹의 3대 신(新)사업으로 꼽히는 만큼 본격적인 외형확장을 자신했다.

김군선 대표는 20일 아시아경제와의 인터뷰를 통해 "대규모 유통그룹이라는 강점을 활용해 내부 시너지를 최대화하고 내년부터 본격적인 성장세를 이어갈 것"이라면서 "올해는 취급고를 확대하고 해외진출에도 속도를 내겠다"고 말했다.

내년 신세계 TV 쇼핑의 매출 목표(취급고 기준)는 2,650 억원 수준. 올해 예상 매출인 1,500 억원과 비교해 80% 이상 성장을 내다보고 있다. 특히 신세계그룹 유통계열사의 최대 강점인 자체브랜드(PB)등을 기존보다 확대해 선보일 예정이다.

김 대표는 "조선포털 김치 등 기존에 선보였던 PB 제품이 기대 이상의 매출을 올렸다"면서 "판매 기록 등을 분석해 홈쇼핑 판매 채널에 걸맞는 상품을 확대해 소개할 계획"이라고 설명했다.

T 커머스는 일종의 홈쇼핑 방송으로 리모컨으로 원하는 상품을 찾아 방송을 골라보고, 상품을 주문할 수 있도록 하는 양방향 데이터 홈쇼핑이다. 일반 TV 홈쇼핑 채널을 확보하지 못한 신세계그룹은 신세계 TV 쇼핑을 통해 온라인, 오프라인, TV 채널 등을 통합하는 옴니채널 서비스를 선보일 수 있다. 면세점, 편의점과 함께 T 커머스 사업이 그룹 3대 신사업으로 꼽히는 이유다.



김 대표는 "(3 대 신사업이라는 표현이) 부담스럽지 않다"면서 "정용진 신세계그룹 부회장 뿐 아니라 많은 분들이 관심을 가지고 있으며, 내부적인 자신감도 있다"고 강조했다.

PB 제품 확대와 더불어 마케팅에도 주력할 계획이다. 일반 TV 홈쇼핑 대비 시장 규모가 작은 가장 큰 이유는 제품 경쟁력 문제 보다는 일반인들에게 인지도가 현저히 낮기 때문이라는 판단에 따른 것이다. 지난해 기준 T커머스 시장 규모는 2,545 억원 수준으로 일반 TV 홈쇼핑의 1.6%에 불과하다. 아직까지 시장 자체가 제대로 형성되지 않은 것이다.

그는 "제일 중요한 것은 일반 소비자들이 T커머스 채널을 알도록 하는 것"이라면서 "올해 출범 1 년여만에 200 만명의 회원을 모집했는데, 내년까지 이를 500 만명까지 늘리는 것이 목표"라고 소개했다. 아울러 "최근 다양한 마케팅을 통해 취급고가 빠르게 늘고 있다"면서 "11 월과 12 월에는 취급고가 모두 200 억원을 넘어섰다"고 덧붙였다.

다만 출범 이후 적자를 기록중인 T커머스 사업의 흑자전환은 출범 3 년차인 2018 년께 가능할 것으로 내다봤다. 그는 "그간 T 커머스 사업은 대규모 투자를 추진해 이익을 내지 못했다"면서 "올해는 제품 개발과 마케팅 강화를 통해 외형확장에 주력하고, 내후년부터는 수익성도 갖출 수 있을 것"이라고 자신했다.

올해 중순 T커머스 업체 최초로 포문을 열었던 해외 진출도 지속적으로 추진할 방침이다. 신세계는 지난 8 월 몽골 알타이그룹과 손잡고 몽골에서 홈쇼핑 사업을 하기로 했으며, 알타이그룹이 보유한 공중파 채널(스카이 TV)을 통해 방송도 내보낼 계획이다. 다만 시기는 아직까지 구체화되지 않았다.

김 대표는 "해외진출의 경우 지속적으로 추진하고 있지만 아직까지 방송을 내보낼 단계는 아니다"라면서 "빠른 시일내에 해외 진출을 가시화 할 수 있도록 할 것"이라고 설명했다.

한편, 김군선 대표는 1985 년 12 월 신세계그룹에 입사했으며, 백화점 부문 법인 사업부장, 인사담당 임원을 거쳐 2013 년부터는 신세계그룹 전략실 부사장을 지냈고 지난해 12 월 신세계 TV 쇼핑 대표이사로 선임됐다.

〈2016.12.20 아시아 경제〉

## 대구공항 통합 이전이 현실화 된다면 무슨 일이 일어날까?

### 2016년 7월 대구공항 통합이전 발표

김해공항 수용능력이 한계에 도달함에 따라 2014년 10월 정부는 영남권 신공항 건설을 추진하기 시작했다. 당시 부산시, 대구시, 울산시, 경북도, 경남도 등 영남권 5개 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 2016년 6월 신공항 건설을 백지화하고, 대신 김해공항을 확장해 사용키로 최종 결정했다. 결국 이 결정에 대해 상대적으로 상실감이 큰 대구 민심이 들끓었고, 그 해 7월 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. 5일 유승민 국회의원이 주축으로 발의한 '군공항 이전 및 지원에 관한 특별법'이 국회 본회의를 통과하였다. 당시 국회 국방위원회 위원장이었던 유 의원은 '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 공공사업에서 자주 활용되어지고 있다.

### 2017년 연말 신공항 최종후보지 선정 예정, 현재 2곳의 후보지로 압축

영남권 신공항 건설 이슈가 대두되면서 대구공항 통합 이전 이슈는 세인의 관심에서 멀어졌으나, 2016년 7월 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 후보지로 선정했고, 최종후보지 결정은 올해 연말쯤 가능할 것으로 보인다. 대구시장은 여러 지역 언론을 통해 2018년에 새로운 부지에 공항 건설을 시작해 2023년경 개항하고, 2023~2026년에 현재 공항이 있는 대구 동구를 개발할 계획이라고 밝히고 있다.

그렇다면 대구공항이 통합이전 하면 '화성산업'에는 어떤 손해가 있을까?

### 의성군에 토지 13만평 보유 : 공장 4만평, 농장 9만평

국방부는 앞서 언급한대로 이전 예비 후보지로 '경북 군위군 우보면' 일대와 '경북 의성군 비안면·군위군 소보면' 일대 등 2곳을 선정했다. 화성산업은 의성 IC 근처에 13만평 정도의 토지를 공장과 농장으로 사용하고 있다. 이 토지는 의성군의 후보지는 말할 것도 없고, 군위군 우보면도 자가용으로 18분내 거리에 위치하고 있다. 1998년에 실시

한 자산 재평가에서 공장으로 활용되는 부지 41,000 평은 3.3㎡당 195,000 원, 농장으로 쓰이는 93,500 평은 3.3㎡당 4,800 원의 가치평가를 받았다. 토지의 위치가 의성IC에서 차로 1~2 분내 거리임을 감안할 때, 향후 어느 곳이든지 최종 후보지로 선정되는 시점에 토지가격의 급격한 상승이 예상된다.

그림 3> 신공항 후보지인근 보유토지



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. 대구시는 최종 후보지에 군공항을 지어줄 것이고, 그 재원은 기존 대구 공항 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 역산해 보면 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('동춘신도시')  
건설 계획을 밝힘

대구시는 동구의 대구공항 기존 부지와 인근 지역을 묶어 '동춘 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 동춘신도시 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 지연될 수도 있고, 김해공항의 위축을 우려하는 부산지역의 여론도 만만치 않아 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 26,000 명에게 첫 법적배상(790 억원)을 했고, 이후에도 2016년까지 소음피해 배상금으로 3,000 억원(지연이자 포함) 정도 지급했다. 공항이 이전되지 않는다면 정부 지출은 계속될 것이다. 대구공항 통합이전에 대한 다양한 고려 요소가 있지만, SK 증권 리서치센터는 대구공항 이전의 확률이 높은 것으로 판단한다. 향후 결과를 흥미롭게 지켜볼 것이다.





## 권영진 시장 "대구공항 통합이전 큰 거보 내디뎠다"

대구 숙원사업인 '대구공항 통합이전'이 16일 실질적인 첫발을 땀다.

이날 국방부 발표로 통합공항 예비이전 후보지는 경북 군위군 우보면 단독지역과 의성군 비안면·군위군 소보면 공동지역 2 곳으로 결정 났다.

권영진 대구시장은 이날 "이전을 위한 큰 거보(발걸음)를 내디뎠다. 대구·경북이 합심해서 최종 후보지를 결정하는 데 총력을 기울이겠다"고 밝혔다.

그러나 났아 나가야 할 이전 절차와 풀어야 할 과제는 아직 많이 남아 있다.

대구시 등은 별다른 돌발상황이 발생하지 않는다면 2018년 통합공항 건설에 착공해 2023년 개항할 수 있을 것으로 전망한다.

시에 따르면 예비이전 후보지 선정 다음 단계로 이전 후보지 선정, 새 공항 주변 지역 지원계획 수립, 이전 대상지 선정 계획수립공고, 주민투표, 유치신청, 이전 대상지 확정 등 과정을 거친다. 시 관계자는 "예비이전 후보지를 당장 단수로 압축하지 않는다"며 "2곳 모두에 기회는 열려 있고 적법한 절차에 따라 최종 이전 대상지를 결정할 것이다"고 말했다. 통합공항은 11.7㎢ 터에 짓는다. 소음 완충 지역(3.6㎢)을 포함하면 전체 터는 15.3㎢로 늘어난다. 기존 대구공항보다 2.3배 큰 규모다.

계류장, 청사, 주차장 등 새 민간공항이 들어설 터도 기존 0.17㎢보다 2배 정도 넓다.

기존 대구공항은 길이 2천743m, 2천755m 활주로 2개를 군과 민간이 함께 사용했다. 그러나 신설 통합공항에는 3천500m가 넘는 활주로를 2개 이상 만들 계획이다.

시는 "길이 3천500m 이상 활주로는 있어야 아시아권은 물론 유럽·북미 노선을 커버할 수 있다"며 통합공항 활성화를 위한 필수 조건이라고 강조했다. K-2 기지를 옮기는 곳에 대구시가 미리 필요한 모든 시설을 지어 준다. 2023년~2026년 기존 K-2 기지 터를 개발한 이익금으로 이전 비용 모두를 충당하는 것이다.

군 시설 건설, 주변 지원사업 비용 등을 합쳐 모두 7조2천465억 원을 투입할 계획이다. 문제는 군 시설 건립 등에 쓸 막대한 비용을 통합공항 이전 대상지를 확정하는 시점에 맞춰 확보하는 것이 가능한지 아닌지다. 시는 통합공항 이전 프로젝트에 참여할 사업자를 찾기 위해 한국토지주택공사(LH), 자금력 있는 대기업 등과 접촉하는 것으로 알려졌다. 대구와 경북 주요 도시에서 30분~1시간 만에 통합공항에 도달할 수 있도록 접근성을 개선하는 것도 숙제다.

대구시는 상주~영천 고속도로(94 km), 부계~동명 간 연결도로(14 km) 건설을 추진 중이다.

또 국토교통부와 중앙고속도로 금호 JC~가산 IC 간 25 km를 확장하고 성주~군위 고속도로(23 km), 조야~동명 광역도로(9.7 km)를 건설하는 방안을 검토하고 있다.

이에 대해 권 시장은 “대구 경북뿐만 아니라 다른 시도에서도 접근이 용이한 공항을 만들려면, 군위 우보로 하더라도 중앙고속도로 확장은 필수”라고 밝혔다.

권 시장은 “경북에 골고루 접근성이 있는 영천-상주 간 고속도로가 올 6월 말이면 개통된다. 그 길을 따라가면 군위 정도면 영천에서 20~30 분이면 가능하며 포항에서도 1km 멀어지지만 시간으로는 훨씬 가까워진다. 50분 내로 오게 된다”면서 “접근성과 관련해서는 앞으로 시간을 가지고 최대한 개선을 하겠다”는 의지를 피력했다.

<2017.3.5 경북일보>

## 울릉도에 채석장이 있다

**남해 바닷모래 채취 관련  
갈등으로 모래가격  
가파른 상승 추세**

최근 정부가 남해 배타적 경제수역(EEZ)에서의 바닷모래 채취 연장을 허용한 이후 어획량 감소를 우려한 어민들의 반발에 따른 양측의 갈등으로 연일 지역 매스컴이 뜨겁게 달구어지고 있다. 부산 신히를 비롯한 동남권(부산·울산·경남) 건설업체가 60%이상의 모래를 남해 EEZ 에 의존하기에 골재업체 또한 팽팽히 맞서고 있다. 이와 같은 모래 품귀 현상으로 전국적으로 모래가격이 가파르게 상승하고 있는 추세이다.

**울릉군은 울릉공항 건설을 채석장  
후보지를 찾는 중이라고 밝힘**

울릉군은 부산지방 항공청과 함께 울릉공항 건설을 추진중이고, 2018 년 하반기에 착공하여 2022 년 완공을 목표로 하고 있다. 현재, 공항건설을 위한 기본계획수립과 타당성 평가가 진행 중인데, 건설에 필요한 울릉군내 사석(지반보강을 위해 바닥에 까는 대형의 쇄석)이 기존 추정치보다 크게 부족한 것으로 나타났다. 이에 대해, 울릉군은 석재원 후보지를 지역내 3~4 군데 고려하고 있고, 현지내에서 최종 채석장 후보지를 선정하겠다고 밝혔다.

**울릉도에 1,753 평의 채석장 보유,  
가치상승 기대됨**

화성산업은 울릉도에 장부가 900 만원(1988 년 평가)의 1,753 평에 이르는 채석장을 보유하고 있다. 최근 전국적인 골재 시황 및 울릉공항 건설 이슈를 감안할 때 채석장의 가치 상승이 기대되고, 채석장으로써 기능을 다 했을 경우에도 울릉도가 유명 관광지인 만큼 해당 공간은 향후에도 활용가치가 높은 것으로 추정된다.

## 실적 및 밸류에이션

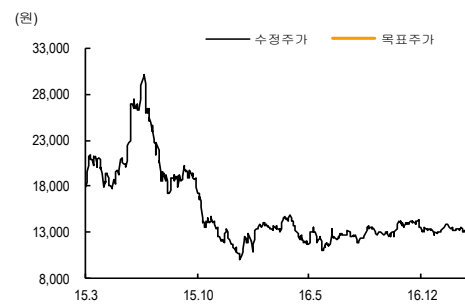
**2017년 매출액은 5,494억원,  
영업이익은 464억원을 기록하며  
각각 전년대비 11.1%, 5.7% 증가할  
것으로 전망**

지난해 매출액은 4,943억원(+3% yoy), 영업이익 439억원(+77% yoy)을 기록했다. 대구 지역 주택경기 둔화 우려에도 불구하고 테크노폴리스 준공 정산효과 등으로 높은 영업이익률을 나타냈다. 2017년 매출액은 5,494억원, 영업이익은 464억원을 기록하며 각각 전년대비 11.1%, 5.7% 증가할 것으로 전망된다. 분양중에 있는 영종하늘도시 및 분양 예정인 파주운정도시, 침산 재건축 사업 등이 실적 성장을 견인할 것이다.

**화성산업에 대해 투자의견 Buy,  
목표주가 25,000원으로 커버리지를  
개시**

화성산업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 25,000원으로 커버리지를 개시한다. 대구 지역 주택 경기 둔화 우려에도 불구하고 재건축 및 관급공사가 매출의 80%이상을 차지하는 안정적인 사업포트폴리오를 유지하고 있고, 2018년부터는 30%지분을 보유하고 있는 신세계 TV 쇼핑이 흑자전환 할 것으로 예상되는 점도 매력적이다. 2017년 예상 EPS 3,096원에 PER 8 배를 적용하여 목표주가 25,000원을 제시한다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.28	신규편입	25,000원



### 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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 28일 기준)

매수	93.57%	중립	6.43%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	2,563	2,908	3,253	3,834	4,208
현금및현금성자산	713	866	1,036	1,598	1,972
매출채권및기타채권	664	584	649	656	656
재고자산	795	936	1,040	1,052	1,052
<b>비유동자산</b>	2,172	2,133	2,026	2,016	1,965
장기금융자산	785	776	776	776	776
유형자산	547	559	525	495	470
무형자산	5	5	5	5	5
<b>자산총계</b>	4,735	5,041	5,280	5,850	6,173
<b>유동부채</b>	1,094	1,136	1,263	1,276	1,276
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1,035	965	1,073	1,084	1,084
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	781	779	545	796	806
장기금융부채	111	111	111	111	111
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	362	353	202	351	351
<b>부채총계</b>	1,875	1,915	1,808	2,072	2,082
<b>지배주주지분</b>	2,859	3,126	3,472	3,778	4,092
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	2,334	2,649	2,969
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,859	3,126	3,472	3,778	4,092
<b>부채외자본총계</b>	4,735	5,041	5,280	5,850	6,173

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	-276	378	152	624	428
당기순이익(손실)	243	337	354	396	403
비현금성항목등	95	194	145	150	139
유형자산감가상각비	29	32	35	30	26
무형자산감각비	2	0	0	0	0
기타	88	62	2	2	2
운전자본감소(증가)	-608	-150	-247	189	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	395	78	-65	-7	0
재고자산감소(증가)	-399	-141	-104	-11	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-494	-70	107	12	0
기타	-110	-17	-185	196	0
법인세납부	-7	-3	-100	-112	-114
<b>투자활동현금흐름</b>	59	-157	20	22	30
금융자산감소(증가)	177	-120	0	0	0
유형자산감소(증가)	-141	-37	0	0	0
무형자산감소(증가)	-18	0	0	0	0
기타	42	1	20	22	30
<b>재무활동현금흐름</b>	-157	-68	-2	-84	-84
단기금융부채증가(감소)	-32	-2	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-74	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-48	-63	0	-82	-82
기타	-3	-2	-2	-2	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	-382	154	170	562	374
기초현금	1,094	713	866	1,036	1,598
기말현금	713	866	1,036	1,598	1,972
FCF	-305	326	150	622	428

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	4,817	4,815	4,815
<b>매출총이익</b>	466	643	677	738	738
매출총이익률 (%)	9.7	13.0	12.3	13.3	13.3
<b>판매비와관리비</b>	219	205	213	222	222
영업이익	247	439	464	516	516
영업이익률 (%)	5.1	8.9	8.5	9.3	9.3
비영업손익	3	-8	-11	-8	0
<b>순금융비용</b>	-30	-15	-17	-20	-28
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-2	-26	-26	-26	-26
세전계속사업이익	250	431	453	508	516
세전계속사업이익률 (%)	5.2	8.7	8.3	9.2	9.3
계속사업법인세	7	94	100	112	114
<b>계속사업이익</b>	243	337	354	396	403
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	243	337	354	396	403
<b>순이익률 (%)</b>	5.1	6.8	6.4	7.1	7.3
지배주주	243	337	354	396	403
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.06	6.81	6.44	7.14	7.25
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	249	329	346	389	395
지배주주	249	329	346	389	395
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	278	471	499	546	542

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	14.1	3.0	11.1	1.1	0.0
영업이익	62.3	77.7	5.8	11.3	0.0
세전계속사업이익	1.5	72.1	5.3	12.1	1.6
EBITDA	54.3	69.2	5.9	9.5	-0.8
EPS(계속사업)	2.7	38.6	5.1	12.0	1.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.8	11.3	10.7	10.9	10.2
ROA	4.9	6.9	6.9	7.1	6.7
EBITDA마진	5.8	9.5	9.1	9.8	9.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	234.2	255.9	257.7	300.4	329.7
부채비율	65.6	61.3	52.1	54.8	50.9
순차입금/자기자본	-32.8	-39.0	-40.0	-51.6	-56.8
EBITDA/이자비용(배)	92.1	212.6	225.1	246.6	244.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,951	2,704	2,841	3,183	3,235
BPS	22,966	25,103	27,883	30,346	32,861
CFPS	2,203	2,962	3,118	3,421	3,440
주당 현금배당금	520	680	700	700	700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	15.5	5.5	4.9	4.4	4.3
PER(최저)	6.1	3.7	4.5	4.0	3.9
PBR(최고)	1.3	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR(최저)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
PCR	5.5	4.6	4.2	3.9	3.8
EV/EBITDA(최고)	10.5	1.6	0.9	-0.2	-0.9
EV/EBITDA(최저)	2.3	0.3	0.6	-0.5	-1.2