

SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈/나승두(RA)
sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

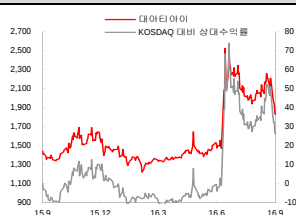
자본금	71 억원
발행주식수	7,115 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	1,302 억원
주요주주	
최진우(외2)	17.41%

외국인지분률	1.60%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/09/13)	1,845 원
KOSDAQ	660.15 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	2,525 원
52주 최저가	1,220 원
60일 평균 거래대금	347 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.3%	-5.5%
6개월	37.1%	40.1%
12개월	27.1%	26.3%

대아티아이 (045390/KQ | 매수(신규편입) | T.P 3,000 원(신규편입))

성장성과 수익성, 두 마리 토끼를 잡다

철도 신호제어 부문의 선두주자이다. 열차집중제어시스템(CTC) 운영 Know-how 를 바탕으로 사업 영역을 조금씩 넓혀가고 있다. 올해는 전자연동장치, ATP 등 주요 사업부문의 매출 성장과 온라인 광고 자회사의 실적 개선이 기대된다. 성장성과 수익성, 두 마리 토끼를 사냥하는 원년이 될 것으로 판단한다.

앞에서 끌어주고, 뒤에서 밀어주고

CTC 중심의 철도 신호제어 시스템 사업과 자회사 '코마스인터랙티브'를 통한 온라인 광고 대행 사업을 영위하고 있다. 한국철도시설공단, 서울지하철공사, 지역 철도/지하철 공사 등에 철도 신호제어 시스템을 제공 중이다. 올해 상반기 기준 매출 비중은 철도 사업 부문 70.54%, 광고 사업 부문 29.46%로 구성되어 있다.

투자포인트

투자포인트는 다음과 같다. 첫째, ATP(자동열차방호장치) 도입의 증가이다. 제3차 국가 철도망 구축계획에 따라 고속화 사업이 추진되면서 ATP의 수요는 계속 늘어나는 추세다. 국내 최초로 국제 안전무결성기준 최고 등급(SIL Level 4) 인증을 받은 동사의 수혜가 예상된다. 둘째, 지난해부터 전자연동장치 부문의 의미있는 매출이 발생했다. 기존 역사의 전자연동장치 교체 수요 및 고속철 신선(新線) 신규 수요가 지속됨에 따라 꾸준한 매출 증가가 기대된다. 셋째, 지하철 리시그널링 사업이다. 각 지자체별 지하철 신호 안전 문제의 심각성이 부각되면서 리시그널링 사업이 임박했다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 3,000 원을 제시하고 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 3,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 내년도 예상 실적에 목표 PER 22 배를 적용하여 산출하였다. CTC(열차집중제어시스템) 분야의 독점적 기술력과 ATP/전자연동장치 시장의 성공적 진입으로 인한 매출 상승, 제품 Mix 개선에 따른 영업이익률 상승 등을 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	641	849	826	1,106	1,421	1,657
yoy	%	14.1	32.5	-2.7	33.9	28.5	16.6
영업이익	억원	47	57	56	90	116	135
yoy	%	-4.4	19.3	-0.5	60.7	28.5	15.9
EBITDA	억원	63	75	75	118	146	159
세전이익	억원	32	55	58	96	113	131
순이익(지배주주)	억원	29	49	52	80	96	111
영업이익률%	%	7.4	6.7	6.8	8.2	8.2	8.1
EBITDA%	%	9.9	8.9	9.1	10.7	10.2	9.6
순이익률	%	4.4	5.8	6.3	7.4	6.9	6.8
EPS	원	41	70	73	113	134	156
PER	배	36.3	19.7	19.9	16.2	13.6	11.7
PBR	배	1.7	1.5	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	14.0	11.4	13.2	11.2	9.1	8.1
ROE	%	4.9	7.8	7.6	10.8	11.5	11.9
순차입금	억원	-190	-137	-80	-27	-22	-59
부채비율	%	54.6	39.4	42.3	65.2	70.8	70.8

회사개요

(1) 철도 산업의 Control Tower

CTC(Centralized Traffic Control System) 중심의 철도 신호제어 시스템 사업과 자회사를 통한 온라인 광고 사업을 영위하고 있다. 한국철도시설공단, 서울지하철공사, 지역 철도/지하철공사 등에 철도 신호제어 시스템을 제공하고 있다. 올해 상반기 기준 매출 비중은 철도 신호제어 부문 70.54%, 온라인 광고 부문 29.46%로 구성되어 있다.

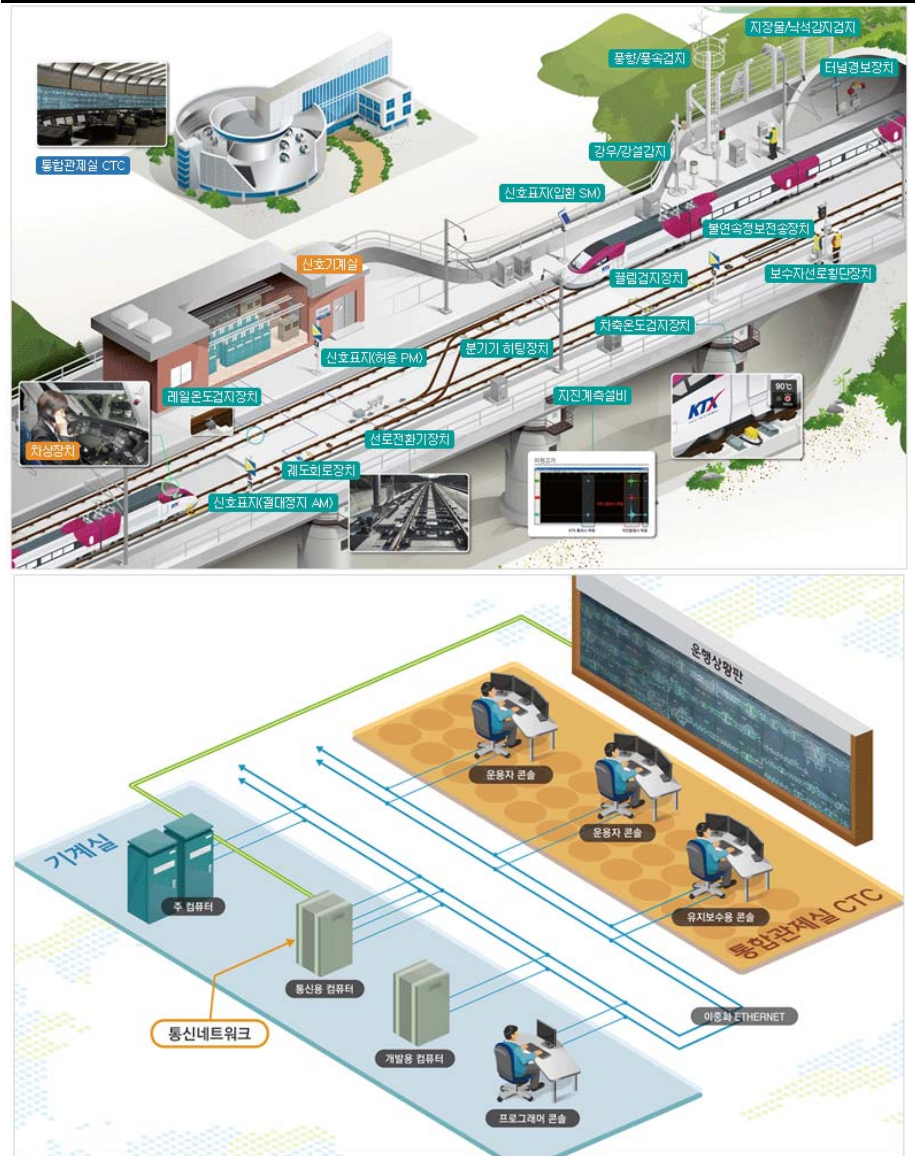
철도 시장은 크게 ① 철도 노선의 설계/노반공사/역사 건축 등을 담당하는 토목건축 부문, ② 차량 및 각종 부품을 제조하고 개조하는 차량 부문, ③ 유지 보수/감리 부문, ④ 기본 계획에서 유지 보수까지 모든 업무를 총괄 계획하고 설계하는 System Engineering 부문, ⑤ 열차운행의 안정성 및 정시성 확보를 위한 신호/통신 부문으로 구분할 수 있다. 동사는 ‘철도 신호제어 시스템 전문 기업’으로서 국내 최초 안전무결성 기준(SIL) 4 등급을 받은 기술력을 바탕으로 국내 철도 신호 부문에서 높은 점유율을 유지하고 있다.

철도 신호 부문은 열차 간 운행 속도/운행 시간/운행 거리 등 차량의 전반적인 움직임을 제어하는 분야로, 철도의 안정성 및 수송능력 향상에 큰 영향을 미친다. 열차집중제어시스템(CTC : Centralized Traffic Control System), 무선통신기반 열차제어시스템(CBTC : Communication Based Train Control System), 자동열차제어장치(ATC : Automatic Train Control), 자동열차방호장치(ATP : Automatic Train Protection) 등이 대표적이다.

(2) 온라인 광고시장의 전통 강자

자회사 ‘코마스인터랙티브(지분 70%)’를 통해 온라인 광고 사업을 영위하고 있다. ‘코마스인터랙티브’는 검색 광고 및 디스플레이 광고를 중심으로 한 온라인/모바일 종합 마케팅 대행 업체이다. SK 텔레콤, SK 플레닛, 롯데면세점, 메가스터디 등 다양한 산업군의 Client 를 확보하고 있다. 해외 광고대행 수주도 증가하고 있다. 특히 2010 년 설립한 ‘북경코마스(코마스인터랙티브의 100% 자회사)’를 통해 바이두, 인민망 등 중국 내 주요 매체들을 확보했으며, 중국 시장 진출을 희망하는 주요 광고주들의 취급고가 꾸준히 늘어나고 있다.

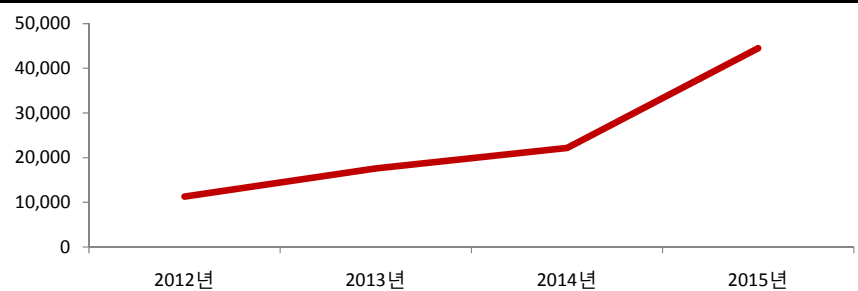
고속철도 열차제어시스템



자료 : 한국철도시설공단 SK 증권

북경코마스 광고 취급고 추이

(단위 : 천 RMB)



자료 : 코마스인터랙티브 SK 증권

투자포인트

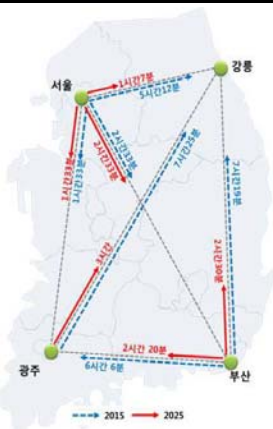
(1) ATP 도입 증가

열차 주행 속도를 증가시켜 운송 시간을 단축하는데 반드시 필요한 자동열차방호장치 ATP(Automatic Train Protection)의 도입이 늘어나고 있다. 동사는 국내 최초로 안전 무결성기준 SIL(Safety Integrity Level) 4 등급 인증을 받은 기술력을 바탕으로 ATP 시장 내 점유율을 조금씩 키워가는 중이다.

ATP란 신호 시스템의 일종으로, 선로에서 수집된 다양한 정보를 열차 내의 차상장치로 전송하여 속도 제한/열차 정지 등의 판단을 내리는 철도 신호보안 시스템을 말한다. 기존에 구축되어 있는 신호보안 시스템인 ATS의 경우 150km/h 이상의 속도로 달리는 열차에 대응하지 못한다는 단점이 있다. 또 선로의 특정 지점에서만 정보를 전달받아 열차를 제어한다는 점에서 주행중인 열차의 지속적인 모니터링에 한계를 드러내 왔다. 이에 반해 ATP는 고속 주행하는 열차의 제어가 가능하고, ATS와의 병행 사용이 가능하다는 측면에서 도입이 늘어나고 있다.

지난 6월 발표된 제3차 국가철도망 구축계획에 따르면 철도 교통의 경쟁력을 향상시키기 위한 고속화를 계획 중이다. 현재 무궁화 열차는 평균 80~110km/h/최고 120km/h로 운행 중이며, 새마을 열차는 평균 120~149km/h/최고 150km/h의 속도로 운행 중이다. ATP 시스템이 도입된다면 평균 속도가 200km/h대로 상승할 것으로 판단된다. 특히 평창 동계올림픽을 맞아 건설 중인 원주-강릉간 복선전철은 열차 속도 250km/h에 맞춰 구축 중이며, 앞으로의 신선(新線)도 고속화에 초점을 맞춰 전국 주요 도시간 2시간대 이동이 가능할 것으로 기대된다.

지역 주요 도시간 통행시간 변화



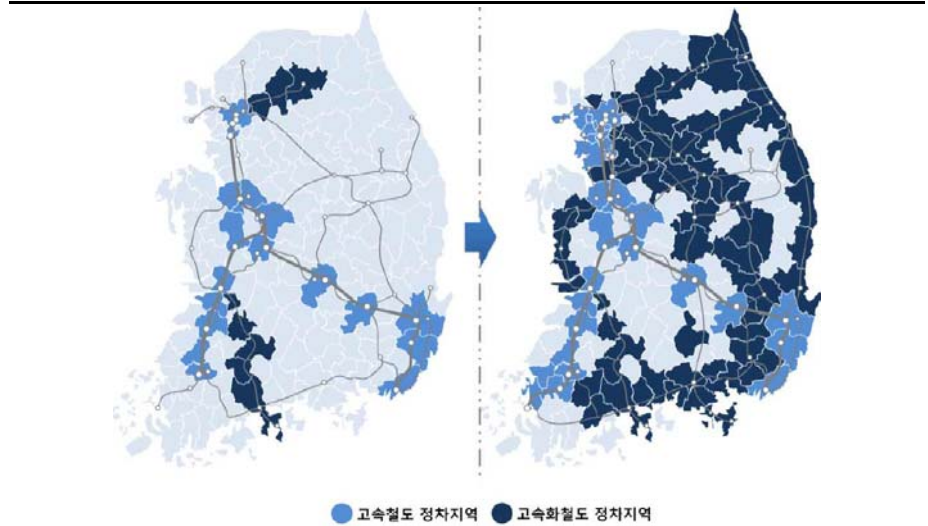
자료 : 국토교통부, SK 증권

수도권 주요 거점간 통행시간 변화



자료 : 국토교통부, SK 증권

고속철도/고속화철도 직접 영향권



자료 : 국토교통부, SK 증권

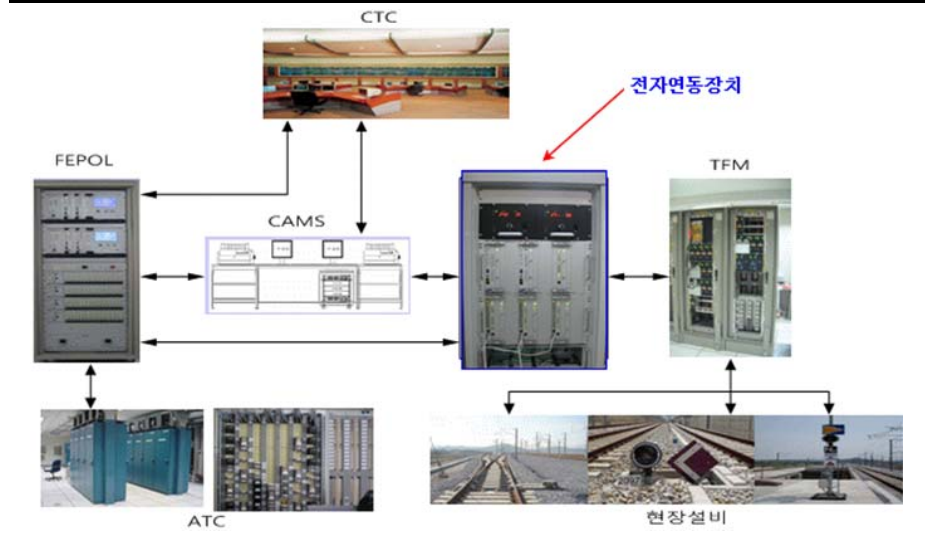
(2) 전자연동장치 교체 수요

전자연동장치는 선로 변에 설치되어 있는 철도신호기, 선로전환기, 궤도회로 등을 서로 연동하여 제어하는 장치이다. 수집된 정보들을 바탕으로 선로를 설정하거나 열차의 속도제한, 비상정지 등의 조치가 가능하다. 전자연동장치 자체 개발을 마무리한 지난해부터 동부에서 의미있는 매출이 발생하고 있다.

시장에 뒤늦게 진출했지만 빠른 속도로 점유율을 높일 수 있었던 이유는 신호제어 시스템 간의 연관성 때문이다. 선로 주변에 설치되어 있는 각종 신호 설비, 차상에 설치되어 있는 ATP, 종합 관제센터의 CTC 등은 서로 차량 운행 관련 정보를 유기적으로 주고 받으며 차량을 제어한다. CTC 부문의 국내 최고 기술력을 보유하고 있는 동사의 전자연동장치 시장 진출이 기대되는 이유다.

역사 내에 설치되어 있는 전자연동장치의 교체 주기는 약 10 년으로 알려져 있다. 과거 2000 년대 초반 외국산 전기연동장치에서 국내 기술로 개발한 전자연동장치로의 전면 교체가 이뤄졌던 것을 고려하면, 지금부터 본격적인 교체 사이클이 도래할 것으로 판단된다. 또 고속철도 신선(新線) 증가와 함께 신규 수요도 꾸준히 이어질 것으로 판단된다.

고속철도 신호설비 시스템 구성도



자료 : 한국철도시설공단 SK 증권

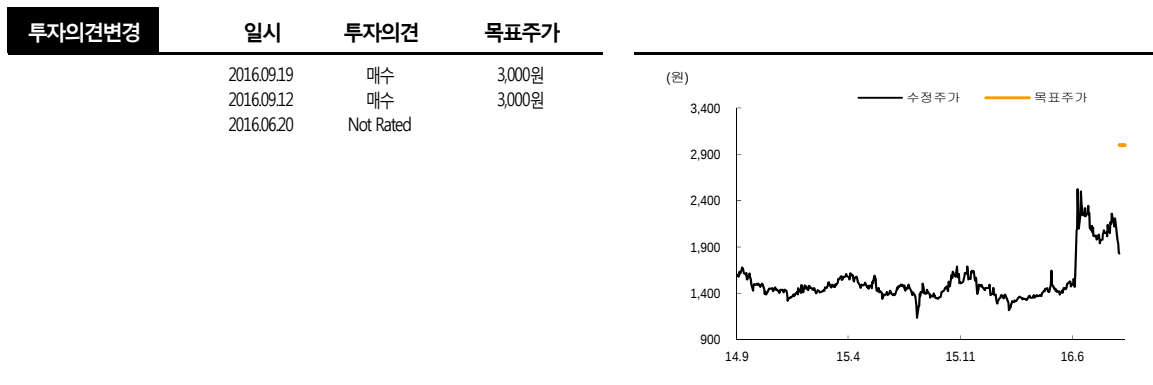
(3) 지하철 리시그널링

각 지자체별 지하철 신호시스템(신호연동장치 등)을 교체하는 리시그널링 사업이 임박했다는 판단이다. 우리나라에 지하철이 최초 도입된 이후부터 줄곧 유지되어 온 지하철 신호시스템은 노후화로 인한 잔고장이 잦아지면서 안전성 문제가 부각되기 시작했다. 오래 전부터 노후화 개선 방안에 대한 논의는 있었다. 하지만 지하철을 보유한 각 지방자치단체의 예산으로 시행되어야 하기 때문에, 예산 부족으로 리시그널링 사업이 계속 연기되어 왔던 것이 사실이다.

그런데 지난해 말 부산교통공사가 약 139 억원 규모의 부산도시철도 1호선 개량 신호설비 도입을 결정했다. 1980년대 개통한 부산 지하철 1호선이 리시그널링 사업을 개시함으로써 여타 지자체의 지하철 리시그널링 사업에도 더욱 가속도가 붙을 것으로 예상된다. 지난 2월 국토교통부에서도 20년 넘게 사용한 지하철 부품과 전력/신호 설비를 단계적으로 교체/리모델링 한다는 ‘도시철도 안전대책’을 발표했다. 그 중에서도 전력/신호 설비는 노후도가 심한 것으로 나타나 연차적 시설투자계획에 맞춰 단계적으로 개량될 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 3,000 원으로 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 3,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 내년도 예상 실적에 목표 PER 22 배를 적용하여 산출하였다. 국내외 Peer 들의 평균 배수에 20%를 할증 적용하였다. CTC 분야의 독점적 기술력과 ATP/전자연동장치 시장의 성공적 진입으로 인한 매출 상승, 제품 Mix 개선에 따른 영업이익률 상승 등을 감안할 때 일정 정도의 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 12 일 기준)

매수	95.8%	중립	4.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	479	562	794	982	1,156
현금및현금성자산	123	50	2	6	42
매출채권및기타채권	304	442	591	759	886
재고자산	4	6	9	11	13
비유동자산	446	459	529	553	571
장기금융자산	139	167	173	173	173
유형자산	34	35	30	28	26
무형자산	122	118	105	88	76
자산총계	925	1,022	1,323	1,534	1,726
유동부채	234	279	373	480	559
단기금융부채	1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	82	126	169	217	253
단기충당부채	5	11	15	19	22
비유동부채	27	25	149	157	156
장기금융부채	0	0	123	131	131
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	0	0	0	0
부채총계	262	304	522	636	716
지배주주지분	662	702	782	878	989
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	178	165	165	165	165
기타자본구성요소	-13	-13	-13	-13	-13
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	416	468	548	644	755
비지배주주지분	2	16	18	20	22
자본총계	663	718	801	898	1,011
부채와자본총계	925	1,022	1,323	1,534	1,726

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	37	-26	-35	10	51
당기순이익(손실)	49	52	82	98	113
비현금성항목등	51	45	46	48	46
유형자산감가상각비	6	5	5	2	1
무형자산감가상각비	13	14	23	27	23
기타	26	21	5	0	0
운전자본감소(증가)	-56	-115	-151	-120	-90
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	-137	-149	-168	-126
재고자산감소(증가)	-1	-2	-2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-35	43	43	48	36
기타	-17	-19	-43	2	2
법인세납부	-8	-8	-12	-15	-17
투자활동현금흐름	-75	-49	-135	-3	-3
금융자산감소(증가)	-3	-48	-126	0	0
유형자산감소(증가)	-4	-5	0	0	0
무형자산감소(증가)	-28	-10	-10	-10	-10
기타	-39	14	2	7	7
재무활동현금흐름	-68	1	122	-3	-12
단기금융부채증가(감소)	-6	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-60	0	123	8	0
자본의증가(감소)	5	5	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-7	-4	0	-11	-12
현금의 증가(감소)	-107	-73	-48	4	36
기초현금	230	123	50	2	6
기말현금	123	50	2	6	42
FCF	4	-31	-53	-1	41

자료 : 데이터아이, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	849	826	1,106	1,421	1,657
매출원가	666	632	846	1,087	1,268
매출총이익	183	194	260	334	389
매출총이익률 (%)	21.6	23.5	23.5	23.5	23.5
판매비와관리비	127	138	169	217	254
영업이익	57	56	90	116	135
영업이익률 (%)	6.7	6.8	8.2	8.2	8.1
비영업손익	-2	2	5	-4	-4
순금융비용	-5	-5	-4	4	5
외환관련손익	-1	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	1	1	1	0	0
세전계속사업이익	55	58	96	113	131
세전계속사업이익률 (%)	6.5	7.0	8.7	7.9	7.9
계속사업법인세	6	6	14	15	17
계속사업이익	49	52	82	98	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	52	82	98	113
순이익률 (%)	5.8	6.3	7.4	6.9	6.8
지배주주	49	52	80	96	111
지배주주귀속 순이익률(%)	5.78	6.27	7.25	6.73	6.71
비지배주주	0	0	2	2	2
총포괄이익	49	53	82	97	113
지배주주	49	53	80	95	111
비지배주주	0	0	2	2	2
EBITDA	75	75	118	146	159

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	32.5	-2.7	33.9	28.5	16.6
영업이익	19.3	-0.5	60.7	28.5	15.9
세전계속사업이익	72.3	5.4	65.4	17.4	15.9
EBITDA	19.1	-0.1	56.7	23.0	9.2
EPS(계속사업)	70.9	5.2	54.2	19.2	16.2
수익성 (%)					
ROE	7.8	7.6	10.8	11.5	11.9
ROA	5.3	5.3	7.0	6.8	6.9
EBITDA마진	8.9	9.1	10.7	10.2	9.6
안정성 (%)					
유동비율	204.3	201.5	212.8	204.7	206.7
부채비율	39.4	42.3	65.2	70.8	70.8
순차입금/자기자본	-20.7	-11.2	-3.3	-2.5	-5.8
EBITDA/이자비용(배)	75.8	1,486.4	3,120.4	13.0	13.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	70	73	113	134	156
BPS	935	987	1,100	1,234	1,390
CFPS	96	100	152	175	190
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.1	23.1	22.4	18.8	16.2
PER(최저)	19.0	15.5	10.8	9.1	7.8
PBR(최고)	1.9	1.7	2.3	2.1	1.8
PBR(최저)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	14.2	14.5	12.1	10.4	9.6
EV/EBITDA(최고)	15.5	15.4	15.3	12.5	11.2
EV/EBITDA(최저)	10.9	10.1	7.5	6.1	5.4