

# SK COMPANY Analysis



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

## Company Data

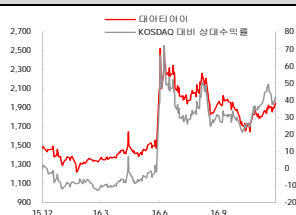
자본금	71 억원
발행주식수	7,115 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	1,384 억원
주요주주	
최진우(외2)	17.41%

외국인지분률	3.00%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/12/20)	1,960 원
KOSDAQ	617.99 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	2,525 원
52주 최저가	1,220 원
60일 평균 거래대금	28 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.4%	5.0%
6개월	21.6%	32.5%
12개월	30.5%	39.9%

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

### 열차 속도가 빨라지면 신호제어 중요성은 ↑

지난 8 일, 수서고속철도 SRT(Super Rapid Train) 개통식에서 정부는 일반철도의 고속화 (평균 230km) 의지를 다시금 피력했다. 열차의 속도가 빨라질수록 안전사고 예방을 위한 열차 신호제어 중요성은 더욱 부각될 수 밖에 없다. 2017 년 평창 동계올림픽 등을 앞두고 고속철 신선(新線) 구간이 늘어남에 따라 동사의 매출 성장은 지속될 전망이다. 내년 입찰이 예정되어 있는 '말싱사업' 결과에 따라 발생 가능한 해외 매출은 덤이다.

### 고속철도 경쟁시대의 개막

지난 9 일, 수서고속철도 SRT(Super Rapid Train)가 공식 개통했다. 이로써 코레일이 운영하는 KTX 와 함께 고속철도간 경쟁시대의 막이 올랐다. 이에 앞서 8 일 열린 개통식에서는 황교안 대통령 권한대행이 일반철도의 고속화 의지를 피력하면서 제3 차 국가철도망 구축계획이 다시금 관심을 받았다. 열차의 속도가 빨라질수록 안전사고 예방을 위한 열차 신호제어의 중요성은 더욱 부각될 수 밖에 없다.

### 2017 년, 해외매출 신호탄 터질까

말레이시아와 싱가포르 간 고속철도 구축사업인 '말싱사업' 입찰 컨소시엄에 포함된 것으로 알려지면서 해외매출 발생 기대감도 높아지고 있다. 동남아 국가간 철도 인프라 연결, 노후 철도 복원 및 고속철 도입 등이 활발히 이루어지고 있기 때문에 비단 '말싱사업'이 아니더라도 향후 우리나라 컨소시엄의 입찰 기회가 꾸준히 나타날 것으로 예상된다. 이는 국내 철도 관련 기업들의 해외 진출이 가시화될 가능성이 높음을 의미한다.

### 올해보다 나은 내년

2017 년에도 평창 동계올림픽을 앞둔 원주-강릉간 복선전철 구축, ATP 및 전자연동장치 교체 수요 지속 등으로 꾸준한 매출 성장이 가능할 전망이다. 매출 성장에 따라 규모의 경제가 실현되고, 제품 라인업 다양화에 따라 마진율이 개선됨에 따라 내년에는 100 억원대 영업이익의 진입도 가능할 것으로 보인다. 광고 자회사 '코마스인터랙티브'는 올해 신규 거래처 확보를 통한 흑자 전환이 확실하다. 내년에도 지속적인 광고 수주를 통한 연결실적 개선세를 이어갈 것으로 판단된다.

### 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	17.3	14.5	12.5
PBR	배	1.7	1.5	1.5	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	14.0	11.4	13.2	11.8	9.7	8.6
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

## 고속철도 경쟁시대, 정부가 나선다

지난 12월 9일, 수서고속철도(SRT, Super Rapid Train)가 공식 개통하면서 고속철도 간 경쟁시대가 막이 올랐다. 코레일이 운영하는 KTX와 비교했을 때 부산/목포 등 지역 거점까지 약 10여분 일찍 도착하면서도 약 10% 저렴한 금액으로 서비스를 제공한다는 모토를 가지고 있어 고속철도 시장에서의 연착륙은 충분히 가능하다는 판단이다.

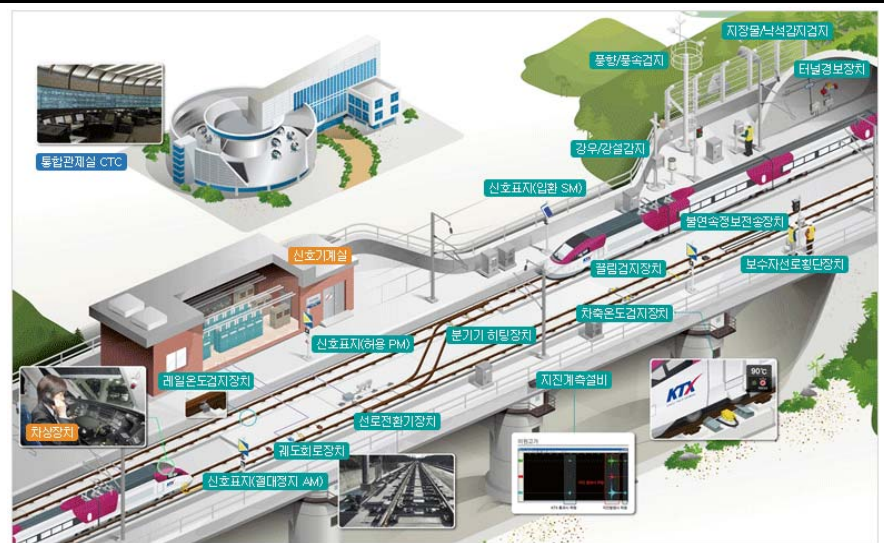
**정부의 일반철도 고속화 의지는 강력하다. 전국 반나절 생활권 진입은 시간 문제다.**

정식 개통에 앞선 지난 8일, 황교안 대통령 권한대행은 수서역 개통식에 참석하여 국가철도망 구축 계획에 대한 의지를 다시금 피력했다. 특히 일반철도도 230km 수준으로 고속화하여 전국을 반나절 생활권으로 만들겠다고 언급했다. 현재 무궁화 열차는 평균 80~110km/h/최고 120km/h로 운행 중이며, 새마을 열차는 평균 120~149km/h/최고 150km/h의 속도로 운행 중이다. 평균 속도를 향상시키기 위해서는 열차 자체의 기능 개선도 필요하지만, 가장 중요한 것은 빠른 속도에 적합한 신호제어 시스템의 구축이다. 자동열차방호장치(ATP, Automatic Train Protection)와 전자연동장치(도입 및 교체가 필요한 이유다. (9월 월간자료 - 'Small Cap Store ; 쓰디쓴 시장, 달콤한 종목' 참고)

**SRT는 대부분의 노선을 KTX와 공유한다. 고속철도의 신호 제어가 중요한 이유다.**

SRT는 시발역인 수서역부터 지제역까지는 독자 선로를 이용하지만, 천안아산역부터 종착역인 부산역/목포역까지는 기존의 KTX 노선을 공용으로 사용한다. SRT 운행 구간 중 대부분을 KTX 노선과 함께하면서 안전사고 예방을 위한 열차간 신호제어의 중요성은 더욱 높아졌다.

### 고속철도 열차제어시스템



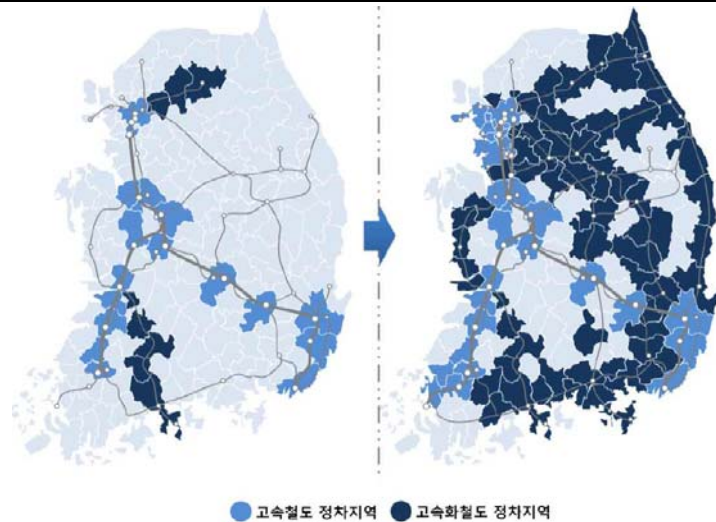
자료 : 한국철도시설공단, SK 증권

### 제 3 차 국가철도망 구축계획

제 3 차 국가철도망 구축계획은 정권 변화 등 외부요인의 영향을 크게 받지 않을 것으로 보인다.

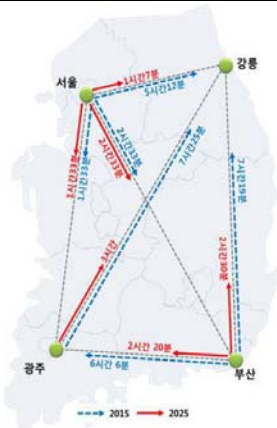
수서역 개통식에서 황 권한대행이 언급했던 제 3 차 국가철도망 구축계획의 주요 골자는 일반철도의 고속화 개량 및 고속화 일반철도 신설, 수도권 광역급행철도망 구축, 수도권 고속철도 도입 등이다. 2025 년까지 약 70 조원이 투자되는 국가 기반산업으로서, 2018 년 평창 동계올림픽 등을 앞두고 있는 상황에서 정권 변화 등의 외부요인 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. 또한 400km 급 초고속 차세대 열차 개발과 더불어 첨단 신호 통제시스템에 대한 투자를 천명하면서 동사의 중요도는 더욱 높아질 것으로 예상된다.

#### 고속철도/고속화철도 직접 영향권



자료 : 국토교통부, SK 증권

#### 지역 주요 도시간 통행시간 변화



자료 : 국토교통부, SK 증권

#### 수도권 주요 거점간 통행시간 변화



자료 : 국토교통부, SK 증권

## 2017 년, 해외매출 신호탄 터질까

말레이시아와 싱가포르를 연결하는 '말싱사업' 컨소시엄에서 동사는 신호 사업 분야를 담당한다.

한국철도시설공단은 10 개사로 구성된 컨소시엄을 꾸려 '말싱사업' 입찰을 준비 중 (11/29 보도자료)이라고 밝혔다. '말싱사업'은 말레이시아 쿠알라룸푸르에서 싱가포르 까지 약 350km 의 고속철도를 연결(약 17 조원 예상)하는 사업을 말한다. 이번 컨소시엄에서 동사가 신호 사업 분야 참여기업으로 선정됨에 따라 국가적으로 기술력을 인정 받는 모습이다.

'말싱사업'에는 글로벌 철도관련 기업들의 대다수가 참여할 것으로 예상된다.

동사는 과거 2010 년 브라질 고속철도 컨소시엄에 참여한 바 있다. 당시 브라질 철도 현대화 사업 수주 소식이 일부 전해지기도 했지만, 브라질 정국 악화 및 수요 예측 실패 등으로 사업성이 급격히 악화되며 컨소시엄 해체 수순을 밟았다. 이번 입찰을 준비중인 '말싱사업'의 경우에도 사업성은 높은 것으로 평가 받고 있지만, 그만큼 치열한 글로벌 경쟁 구도가 형성되고 있다. 중국은 최근 베이징시(市)가 말레이시아 동부 해안 철도를 수주한 바 있다. 일본은 신칸센의 기술력과 아베 신조 총리의 협상력을 앞세우고 있다. 캐나다 롬바르디에, 프랑스 알스톰 등 전통 철도 강자들의 참여도 예상된다. 글로벌 철도관련기업들이 총력전에 나섬에 따라 내년 말로 예정되어 있는 본 입찰까지는 많은 난관이 있을 것으로 예상된다. 반면, 그렇기 때문에 수주가 성공하면 그만큼 큰 의미가 있는 것이다.

동남아 철도 사업 관련 입찰 기회는 꾸준히 주어질 것이다.

추후 자료를 통해 자세히 다루겠지만 실제로 '말싱사업'이 시사하는 바는 매우 크다. 동남아 국가간 철도 인프라 연결, 노후 철도 복원 및 고속철 도입 등이 활발히 이루어지기 시작했기 때문이다. 이는 우리나라 컨소시엄의 입찰 기회가 꾸준히 주어질 것이며 국내 철도 관련 기업들의 해외 진출이 가시화될 가능성이 높음을 의미한다.

말레이시아-싱가포르 고속철도 예상 노선



자료 : 말레이시아 교통위원회, SK 증권

말레이시아-싱가포르 한국사업단 조직구성

사업분야	참여기관(업체)
Project Management	한국철도시설공단
궤도	삼표E&C
전기	LS전선
	현대중공업
신호	효성
	대아티아이
통신	LS산전
	KT
차량	현대로템
기타	한국철도공사

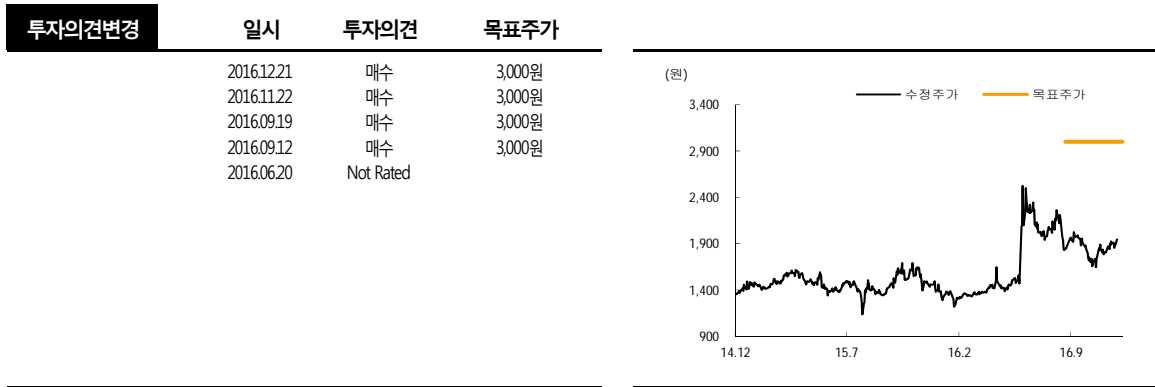
자료 : 한국철도시설공단, SK 증권

## 오늘보다 나은 내일, 올해보다 나은 내년

철도 S/W 관련 투자가 집중되는 4분기는 사상 최대 실적 달성이 가능할 전망이다.

동사의 연결기준 3Q16 매출액은 249 억원(YoY +29.4%), 영업이익은 33 억원(YoY +1,312.2%)을 기록했다. 분기 누적 영업이익은 70 억원을 기록하며 전년 동기 대비 190.6% 성장했다. 철도신호제어 S/W 와 관련된 고객사 및 거래처의 투자가 집중되는 4분기는 분기 최대 실적 달성이 가능할 것으로 예상된다.

2017 년에도 평창 동계올림픽을 앞둔 원주-강릉간 복선전철 구축, ATP 및 전자연동장치 교체 수요 지속 등으로 꾸준한 매출 성장이 가능할 전망이다. ‘말싱사업’ 입찰 결과 등에 따른 해외 매출 추가 발생은 덤이다. 광고 자회사 ‘코마스인터랙티브’는 올해 신규 거래처 확보를 통한 흑자 전환이 확실하다. 내년에도 지속적인 광고 수주를 통한 연결 실적 개선세를 이어갈 것으로 판단된다.



### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 기재된 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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 12월 21일 기준)

매수	94.9%	중립	5.1%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	479	562	794	982	1,156
현금및현금성자산	123	50	2	6	42
매출채권및기타채권	304	442	591	759	886
재고자산	4	6	9	11	13
<b>비유동자산</b>	446	459	529	553	571
장기금융자산	139	167	173	173	173
유형자산	34	35	30	28	26
무형자산	122	118	105	88	76
<b>자산총계</b>	925	1,022	1,323	1,534	1,726
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	262	304	522	636	716
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	663	718	801	898	1,011
<b>부채외자본총계</b>	925	1,022	1,323	1,534	1,726

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-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
<b>매출액</b>	849	826	1,106	1,421	1,657
<b>매출원가</b>	666	632	846	1,087	1,268
<b>매출총이익</b>	183	194	260	334	389
매출총이익률 (%)	21.6	23.5	23.5	23.5	23.5
<b>판매비와관리비</b>	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
<b>순금융비용</b>	-5	-5	-4	4	5
외환관련손익	-1	1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	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
<b>계속사업이익</b>	49	52	82	98	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	52	82	98	113
<b>순이익률 (%)</b>	5.8	6.3	7.4	6.9	6.8
지배주주	49	52	80	96	111
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.78	6.27	7.25	6.73	6.71
비지배주주	0	0	2	2	2
<b>총포괄이익</b>	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
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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	12.8	11.1	10.2
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