

2019.03.26

스몰캡

시멘트/철도(비중확대)

남북경협, 없어도 그만

Analyst 김인필

02)6923-7351

ipkim01@capefn.com

Analyst 김광진

02)6923-7339

Kwangjin.kim@capefn.com



대북경제협력 가능성을 배제하더라도 시멘트/철도 업종에 대한 투자매력은 충분한 것으로 판단됩니다.

국내 시멘트 가격은 절대적 저평가로 추가 상승이 가능할 전망입니다. 시멘트 출하량 감소는 시장 우려보다 개선될 것으로 예상되어 가격상승이 출하량 감소를 상쇄할 것으로 판단합니다. 또한 매출원가(연료비 30%, 전력비 20%)의 구조적 감소로 수익성 개선이 가능할 것으로 기대합니다. 최선호주로 아세아시멘트, 차선호주로 쌍용양회를 추천합니다.

철도 시장은 정부의 투자 확대 의지가 반영되며 기존 계획대비 15% 이상 성장한 8조원 규모를 형성할 것으로 판단됩니다. 올해 GTX-A, 신안산선을 시작으로 내년부터 다수의 신규 프로젝트들이 본격화될 것으로 예상되어 '20~'21년 이후 시장의 성장 속도는 더욱 빨라질 전망입니다. 최선호주로 다원시스, 차선호주로 도화엔지니어링, 삼호개발을 추천합니다.

Contents

시멘트

1. 19년 시멘트 업황은 P의 상승과 Q의 선방	05
2. 원가개선 노력	10
3. 대북, 또 한번의 성장	12
4. 기업분석	15
아세아시멘트 (183190KS Buy 신규 TP 160,000원 신규) 평화의 상징	16
쌍용양회 (003410KS NR) Market Leader	20

철도

1. 국내 철도시장에 부는 봄바람	25
2. 철도, 남북경협 1순위	31
3. 기업분석	41
다원시스 (068240KQ Buy 신규 TP 18,000원 신규) 대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다	42
도화엔지니어링 (002150KS NR) 수주잔고 충분. 성장할 일만 남았다	50
삼호개발 (010960KS NR) 흔치 않은 대북관련 소외주	54

시멘트

Analyst 김인필

02)6923-7351

ipkim01@capefn.com

시멘트 (비중확대)

Analyst 김인필 · 02)6923-7351 · ipkim01@capefn.com

Less 'Expectation', More 'Surprise'

대북경제협력을 배제하고도 시멘트 업종의 투자매력은 충분한 것으로 판단한다. 19년 시멘트 출하량이 시장의 우려만큼 나빠지 않을 것으로 예상하며 18년 가격인상효과가 올해부터 본격 반영될 것으로 전망한다. 국내 시멘트 가격은 글로벌 기준 현저히 낮은 수준에 있어 인상 가능성이 높으며 매출원가의 구조적 개선도 진행되고 있어 실적개선 추세는 장기화될 것으로 기대한다.

19년 Q의 하락 우려 보다 작을 것, P의 상승 반영

- 19년 시멘트 기업들의 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 예상된다. 시멘트 출하량은 전년대비 소폭 감소할 것으로 예상하나 시장이 우려했던 만큼 크게 하락하지는 않을 것을 추정한다. 또한 작년 10월부터 인상된 시멘트 가격 영향으로 올해 Q의 감소에도 불구하고 시멘트 기업들의 실적성장이 가능할 것으로 판단한다.
- 00년 이후 지속되어 온 가격경쟁으로 국내 시멘트 가격은 글로벌 평균 대비 현저히 낮은 수준에서 있다. 18년 아세아의 한라시멘트 인수를 마지막으로 시장의 구조개편이 마무리 된 것으로 판단한다. 시멘트 상위 3사의 시장점유율 합이 70%를 상회하고 있어 더 이상의 가격경쟁은 없을 것으로 예상하며 가격정상화를 기반으로 업황 개선을 전망한다.

매출원가의 50%를 차지하는 연료비와 전력비 구조적 절감

- 매출원가의 50%를 차지하는 연료비와 전력비의 구조적 절감이 가능할 것으로 판단한다.
- 시멘트 기업들은 연료비 절감을 위해 유연탄의 비중을 낮추고 폐 Plastic과 폐 Tire의 비중을 높이고 있다. 이는 원가절감에 효과가 있을 뿐 아니라 탄소배출권의 이득을 창출시켜 수익성 개선에 일거양득일 것으로 판단한다.
- 전력비 절감을 위해 HRSG와 ESS 설치도 활성화 되고 있다. HRSG와 ESS 설치에 따른 매출원가 절감효과는 업체별로 상이하나 원료비와 전기료의 20~30% 절감효과는 있을 것으로 추정한다. HRSG와 ESS 투자는 회수기간이 3~5년으로 집계되고 있어 경제성 측면에서 빠르게 활성화 될 것으로 예상된다.

대북경제협력은 국내 시멘트 산업의 구조적 문제를 해결하는 'Key'

- 국내 시멘트 시장의 가장 큰 성장잠재력은 대북경제협력에 있을 것으로 판단한다. 대북경제협력은 국내 시멘트 산업이 가지고 있는 근본적인 가격경쟁의 원인(가동율)을 제거하여 Q와 P의 상승을 유도할 것으로 기대한다. 과거 국내 시멘트 기업들의 가격경쟁은 가동률에 있었으며 이는 설비투자 산업의 특성상 손익분기점을 좌우하는 매우 중요한 'Factor' 였다. 대북경제협력이 가능해지면 국내 잉여시멘트를 북한 수요가 해소해 주며 국내 시멘트 시장의 경쟁도 완화 시키는 1석 2조의 효과를 누릴 것으로 기대한다
- 북한의 경제제재 완화가 시작되면 경제성장과 함께 시멘트 수요는 빠르게 증가할 전망이다. 한국시멘트협회 자료에 따르면 향후 32년간 북한의 시멘트 수요는 연간 2,200만 톤이 소비될 것으로 추정된다. 대부분의 시멘트 공급은 한국기업이 담당할 것으로 예상된다. 이는 국내 시멘트 가격이 글로벌 기준 현저히 낮고 인접 국가인 중국에 비해서도 가격경쟁력과 지리적 강점을 확보했기 때문이다. 국내 시멘트 업종 최선호주로 아세아시멘트를 추천한다. 한라시멘트 인수 효과가 올해부터 본격화 될 전망이며 이를 통해 대북관련 수혜도 커질 것으로 기대한다.

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
아세아시멘트	Buy	160,000	109,000	46.8	10,310	10.6	0.5	5.4	451
쌍용양회	NR	-	5,920	-	396	15.0	1.3	9.1	-

자료: 케이프투자증권 리서치본부

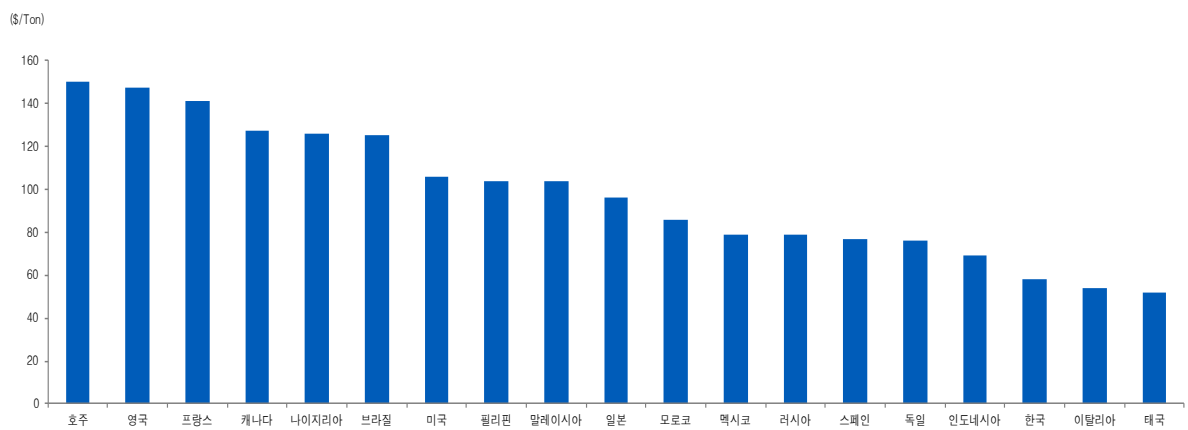
CAPE

19년 시멘트 업황은 P의 상승과 Q의 선방

시멘트 가격인상: 이제 시작일 뿐 구조적 인상 가능성

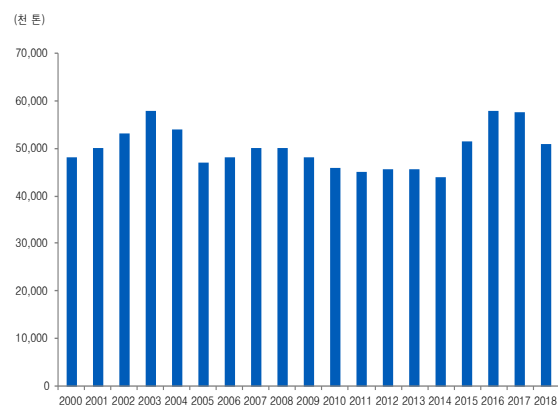
향후 시멘트 가격은 상승할 것으로 판단한다. 과거 국내 시멘트 업체들의 시장점유율 경쟁으로 시멘트 가격이 글로벌 기준 현저히 낮아져 있으며 업체들의 M&A로 국내 시멘트 시장이 상위 3개사 중심으로 과점화 되었기 때문이다. 현재는 전방업체인 건설사와 레미콘 업체들의 실적도 양호한 흐름을 보이고 있어 시멘트 가격 인상 시기로 적당하다. 이를 반영하듯 2Q18부터 쌍용양회를 중심으로 가격정상화가 진행되고 있으며 18년 10월부터 인상된 가격으로 시멘트가 출하되고 있다.

그림1. 국가별 시멘트 FOB 가격 ('17년)



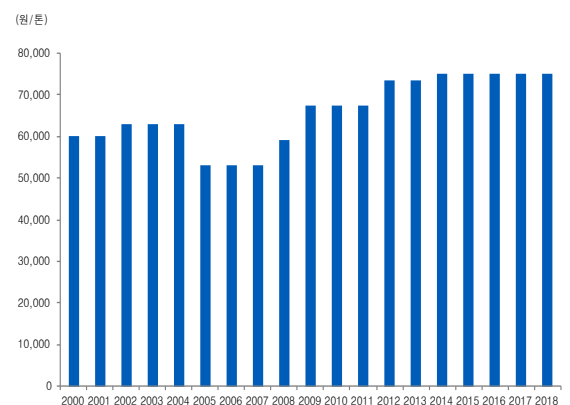
자료: 시멘트협회, ICR, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 2000년 이후 시멘트 생산량 추이



자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 2000년 이후 시멘트 기준단가 추이

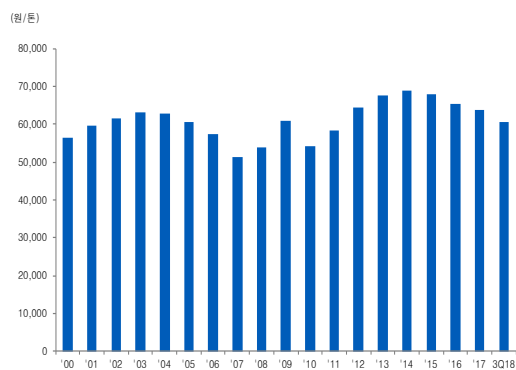


자료: 케이프투자증권 리서치본부

국내 시멘트 업체의 가격경쟁은 00년 이후 3차례 진행되었다. 1차 가격경쟁은 04~07년 글로벌 시멘트 기업 라파즈(한라)가 국내 시장점유율 확대 시도를 계기로 시작되었고 시멘트 가격은 톤당 63,000 → 53,000원까지 하락 하였다. 2차 가격경쟁은 10년 한일시멘트와 아세아시멘트가 재무건전성을 앞세워 점유율 확대에 나섰다지만 점유율 변화는 크지 않았다. 마지막 가격경쟁은 15~18년에 진행되었는데 이때는 국내 시멘트 산업이 M&A를 통해 재편되는 과정에 있었으며 시장점유율 상위사 중심으로 가격경쟁이 진행되었다.

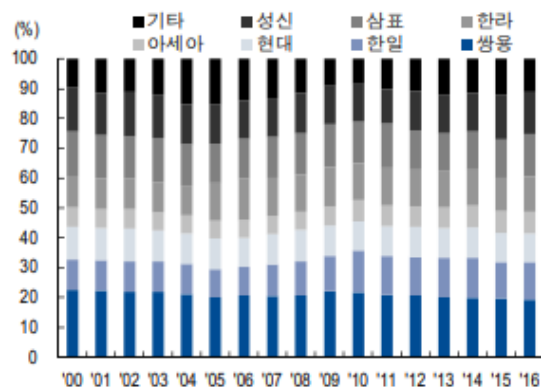
국내 시멘트 업계의 과도한 가격경쟁으로 시멘트 내수가격은 국제가격 대비 현저히 낮은 수준에 있다. 18년 9월 KOTRA가 발표한 자료에 따르면 국내 벌크시멘트 내수 가격은 톤당 \$66.3로 해외 4대륙(아시아, 아메리카, 유럽, 아프리카) 8개국(중국, 일본, 인니, 미국, 브라질, 독일, 이태리, 이집트)평균 \$96.8에 비해 낮은 것으로 나타났다. 또한 현지가격과 단순비교에 대한 오류를 제거하기 위해 국가별 경제수준을 반영한 비교분석 자료에도 국내 시멘트 가격이 해외에 비해 저평가되어 있다. 조사대상 8개국의 평균 GDP는 \$27,182이며 \$1,000 당 시멘트 가격은 \$7.5인데 반해 국내(GDP \$32,775) 시멘트 가격은 \$2.0으로 약 1/4 수준에 머물렀다.

그림4. 2000년 이후 시멘트 판매가격 추이



자료: Dart, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 2000년 이후 시장점유율 변동 미미



자료: 시멘트협회, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 벌크시멘트 국제가격 현황

구분 (적용단위)	아시아				아메리카		유럽		아프리카	평균 (한국제외)
	한국	중국	일본	인니	미국	브라질	독일	이태리	이집트	
'17년(\$/톤)	66.3	46.1	96.0	64.8	115.6	112.9	131.0	136.7	43.6	93.3
'18년(\$/톤)	66.3	56.4	96.0	61.2	114.5	108.6	148.0	138.9	51.0	96.8
(원화/톤)	75,000	63,736	108,586	69,215	129,495	122,789	167,327	157,109	57,724	109,498
증감율(%)	동결	22.3%	동결	-5.6%	-1.0%	-3.8%	13.0%	1.6%	17.0%	3.4%
국내가격대비 (증감%)	-	-15%	45%	-8%	73%	64%	123%	109%	-23%	46%

자료: KOTRA, 케이프투자증권 리서치본부

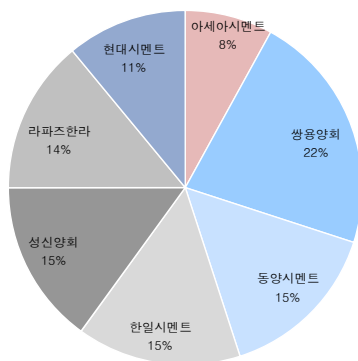
표2. 1인당 GDP 대비 벌크시멘트 내수가격 비교

구분 (적용단위)	아시아				아메리카		유럽		아프리카	평균 (한국제외)
	한국	중국	일본	인니	미국	브라질	독일	이태리	이집트	
1인당 GDP (\$1,000)	32.8	10.1	40.8	4.1	62.0	10.2	50.8	35.9	3.3	27.2
1인당 GDP 천달러당 가격(\$)	2.0	5.6	2.4	15.1	1.9	10.6	2.9	3.9	15.3	7.2
국내가격대비 (증감%)	-	176%	16%	647%						

자료: KOTRA, 케이프투자증권 리서치본부

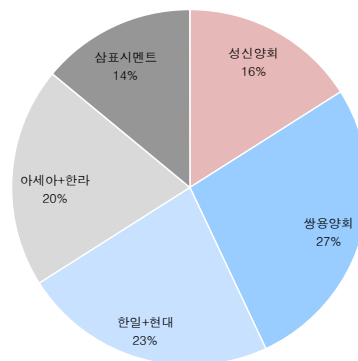
국내 시멘트 업계는 18년 아세아시멘트의 한라시멘트 인수를 마지막으로 상위 3개사의 시장과점화가 완료되었다. 15년 삼표의 동양시멘트 인수, 16년 사모펀드인 한앤컴퍼니의 쌍용양회 인수, 17년 한일의 현대시멘트 인수를 통해 시멘트 기업의 수는 14년 8개에서 18년 5개로 축소되었다. 이 중 시장점유율이 20% 이상을 차지하는 사업자는 한일+현대 29%, 쌍용양회 24%, 아세아+한라 20%로 압축되었으며 상위 3개사(아세아+한라 포함)의 시장점유율 합은 73%로 집계되었다. 과거 대부분의 시멘트 기업들은 10%대의 시장점유율로 시장에 난립되어 있었으며 가격경쟁을 통한 점유율 확대가 가능했다. 하지만 더 이상 가격 경쟁을 통한 점유율 확대 전략은 유효하지 않다. 상위 3사가 시장을 과점하고 있으며 시장은 성숙기에 있기 때문이다.

그림6. 2014년 시멘트 업계 시장점유율



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 2018년 시멘트 업계 시장점유율



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 시멘트 업계 M&A 과정 정리

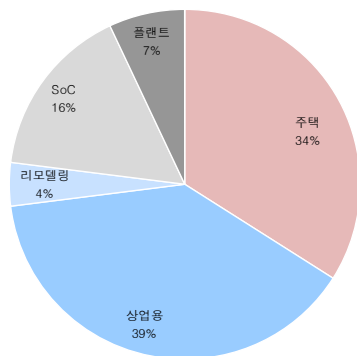
구분	시기	매각 대상	인수 주체	인수 대금
동양시멘트	'15년 9월	동양시멘트 지분 54.97%	삼표산업+산업은행PE	7,943억원
쌍용양회	'16년 1월	쌍용양회 지분 46.14%	한앤컴퍼니	8,837억원
라파즈한라	'16년 3월	라파즈한라 지분 99.7%	글랜우드-베어링 컨소시엄	6,300억원
현대시멘트	'17년 4월	현대시멘트 지분 64.38%	한일시멘트-LK사모펀드	6,272억원
한라시멘트	'17년 11월	라파즈한라 지분 99.7%	베어링PEA(우선협상자 아세아)	3,800억원

자료: 케이프투자증권 리서치본부

19년 시멘트 출하량, 시장의 우려보다 나쁘지 않을 것

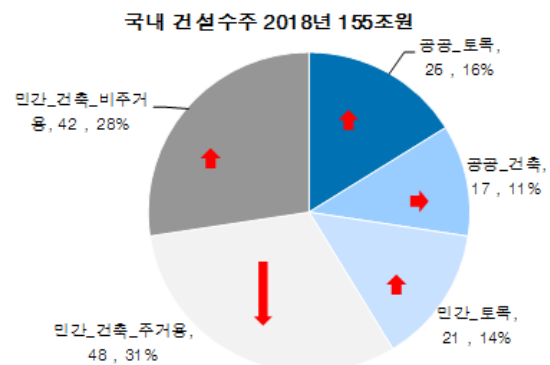
건설경기 침체로 시멘트 출하량 전망도 부정적이다. 다만 시멘트 업황에 대한 시장의 기대치가 너무 낮아 실제 시멘트 출하량은 예상치 보다 상회할 가능성이 높다. 국내 시멘트 생산량은 2017년 5,785만 톤까지 상승했다가 2018년 11.8% 하락한 5,100만 톤까지 감소한 것으로 추정된다. 한때, 올해 시멘트 출하량에 대한 시장의 전망치가 4,700 만톤 (7.8% YoY)까지 하락한 적도 있다. 하지만 최근 정부의 건설경기 활성화 기조변화로 건설경기가 예상 보다 나쁘지 않을 것으로 판단한다. SOC 투자를 중심으로 민간 비주거용 건축 및 토목과 공공 건축 및 토목 부문에서 시장 기대치 보다 수주가 많을 것으로 예상한다.

그림8. 시멘트 용도별 비중



자료: 쌍용양회, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 국내 건설수주 부문별 비중

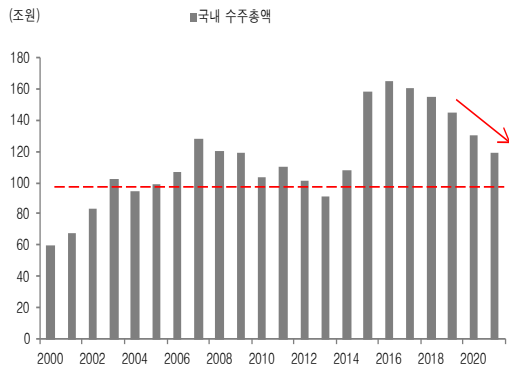


자료: 케이프투자증권 리서치본부

시멘트 출하량 전망을 위해 시멘트 용도별 수요처 비중을 보면 산업용 39%, 주택 34%, SOC 16%, 플랜트 7%, 리모델링 4%로 구성되어 있다. 19년 시멘트 출하량은 주택 부문의 부진으로 감소가 예상되지만 이외 산업용, SOC 등에서 예상치 보다 상회하는 성과가 나올 것으로 전망한다. 정부의 SOC 예산은 당초 17조원 이하를 예상했으나 이 보다 2.8조원 높은 19.8조원이 확정되었다. 작년대비 0.8% 증가한 수치로 시장기대 보다 개선된 모습이다.

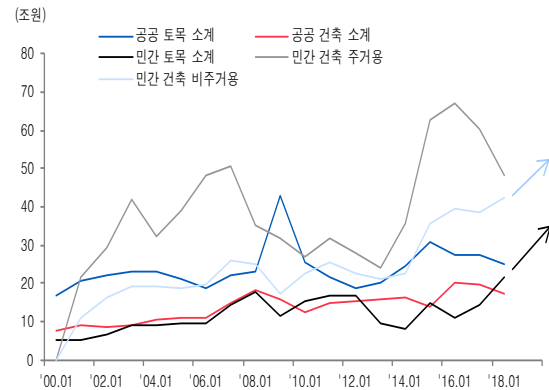
통계청에 따르면 민간 비주거용 건축과 민간 토목 부문의 수주도 증가세로 전환되었다. 교통확충 인프라 확대 및 공공주택 보급 영향으로 향후 전망도 개선되고 있다. 주거용 민간건축(건설수주 비중 31%) 부문의 부진으로 국내 건설수주는 감소할 것으로 예상된다. 다만 이외 비주거용 민간 건축, 민간 토목, 공공 건축 및 토목 등의 시장 전망이 시장 기대치를 상회할 것으로 예상되어 국내 시멘트 출하량은 예상 보다 나쁘지 않을 것으로 추정한다.

그림10. 국내 건설수주 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 민간 비주거용 건축, 민간 토목 수주 증가세



자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

표4. 2019년 정부의 예산 내역: SOC 예산 기존 대비 증가함

(단위: 조원)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	18-19년 증감
총지출	377.0	390.9	398.1	428.8	469.6	40.8
보건·복지·고용	118.0	122.4	130.0	144.6	161.0	16.4
교육	56.1	56.2	54.9	64.2	70.6	6.4
문화·체육·관광	5.8	6.5	7.0	6.5	7.2	0.7
환경	6.3	6.5	6.5	6.9	7.4	0.5
R&D	18.8	19.4	19.7	19.7	20.5	0.8
산업·중소기업·에너지	15.1	15.5	15.4	16.3	18.8	2.5
SOC	21.9	20.9	20.0	19.0	19.8	0.8
농림·수산·식품	18.3	19.0	18.9	19.7	20.0	0.3
국방	38.4	40.1	40.9	43.2	46.7	3.5
외교·통일	4.4	4.6	4.4	4.7	5.1	0.4
공공질서 및 안전	16.8	17.8	18.2	19.1	20.1	1.0
일반·지방행정	58.9	61.9	62.5	69.0	76.6	7.6

자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

표5. 정부의 국가기간 교통망 확충에 예산 확대

(단위: 억원)

19년 국가기간 교통망 확충 내용	18년	19년	증감
안성-구리고속도로	2,430	3,259	829
도담-영천 복선전철	3,360	4,391	1,031
서해선 복선전철	5,883	6,985	1,102
보성-임성리 철도건설	2,877	3,900	1,023
신안산선복선전철	100	850	750
	14,650	19,385	4,735

자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

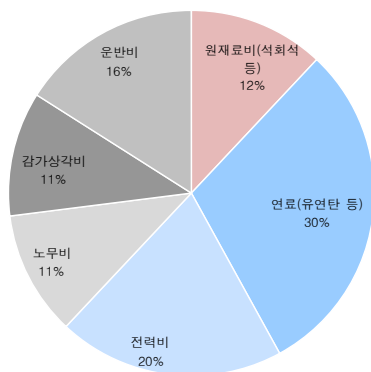
CAPE

원가개선 노력

원료와 전력비의 구조적 절감, 원가의 50% 조정효과

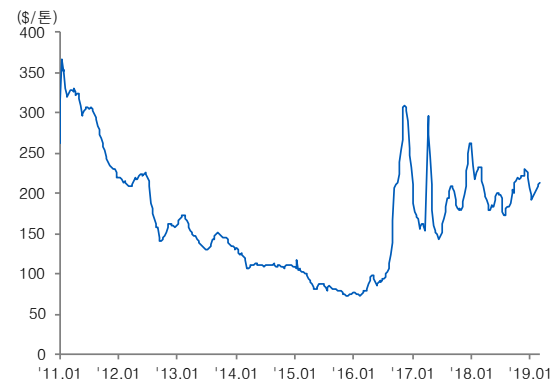
국내 시멘트업체들은 원가경쟁력을 높이기 위해 매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 원료비와 전력비의 구조적 절감 노력을 하고 있다. 시멘트 업체들의 원가구조는 연료비(유연탄 등) 30%, 전력비 20%, 운반비 16%, 감가상각비 11%, 노무비 11%, 원재료 및 기타 12 % 등으로 구성되어 있다. 원료비와 전력비가 차지하는 비중이 50%이기 때문에 이들의 구조적 절감이 수익성 개선에 미치는 영향은 크다.

그림12. 시멘트 원가구성



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 유연탄 가격추이

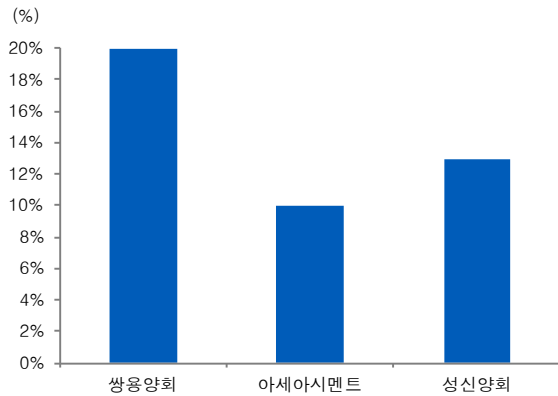


자료: 한국광물자원공사, 케이프투자증권 리서치본부

시멘트 제조공정에서 열(성로를 약 1,450℃까지 상승)을 발생시키기 위해 사용되는 주 원료는 유연탄이다. 최근 시멘트 제조공정에서 원료로 폐 Plastic과 폐 Tire 사용비중을 높이며 유연탄 사용량을 줄이고 있다. 폐 Plastic과 폐 Tire는 유연탄에 비해 비용이 적게 들뿐 아니라 쓰레기 폐기에 대한 수수료 수익이 발생하여 탄소배출권에서도 이익을 취하고 있다. 시멘트 업체별 사용비중은 각기 다르지만 최소 10~15% 수준을 폐 Plastic과 폐 Tire를 사용하고 있으며 향후 점진적으로 늘릴 계획에 있다.

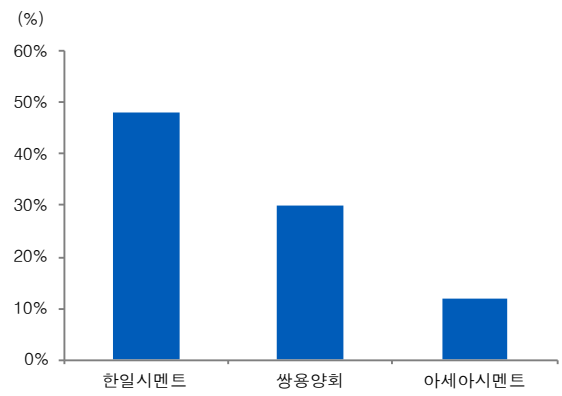
전기료 절감을 위해 HRSG(폐열회수보일러)와 ESS(에너지저장시스템) 설치도 활성화되고 있다. 쌍용양회와 한일시멘트는 HRSG를 동해공장과 단양공장에 각각 43.5MWh와 26.0MWh 설치하였다. 이는 전체 전기사용량의 30% 수준으로 이를 통해 연간 약 250억원과 100억원의 전기료 절감이 가능할 것으로 예상된다. 쌍용양회와 한일시멘트는 2018년 ESS 투자도 진행하였는데 각각 31.0 MW와 48.0 MW를 동해/영월과 단양에 설치하였다. 이를 통해 쌍용양회와 한일시멘트는 각각 40억원과 25억원 절감효과를 기대하고 있다. HRSG와 ESS 투자는 회수기간이 3~5년으로 집계되고 있어 경제성 측면에서 빠르게 활성화 될 것으로 예상된다. HRSG와 ESS 설치에 따른 매출원가 절감효과는 업체별로 상이하나 원료비와 전기료의 20~30% 절감효과는 있을 것으로 추정한다.

그림14. 시멘트 업체별 전기요금 비중 추이



자료: Dart, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 시멘트 업체별 ESS 용량



자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

표6. 업체별 ESS 설치 현황

기업	설비공장	가동시기	투자비용	MW	비고
쌍용양회	동해공장	'18년 4월	86억원	22.0	평일 기준 일일 1,060만원 절감 연간 30억원 절감
	영월공장	'18년 4월		9.0	
아세아시멘트	제천공장	'17년 12월 ('18년 12월 전소)		9.3	연간 12억원 절감
한일시멘트	단양공장	'18년 9월		48.0	연간 25억원 절감

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표7. 업체별 HRSG 폐열발전 현황

기업	설비공장	가동시기	투자비용	MW	비고
쌍용양회	동해공장	'18년 9월	1,050억원	43.5	매년 257억원 절감 본격 가동시 연간전력 사용량의 33% 자체 생산 가능
한일시멘트	단양공장	'11년		26.0	매년 100억원 절감 전체 전기 사용량의 30%에 해당
아세아시멘트	제천공장	'15년		16.5	
성신양회		'12년		29.5	
삼표시멘트		'04년		19.7	
한라시멘트		'92년		9.7	

자료: 한국시멘트협회, 케이프투자증권 리서치본부

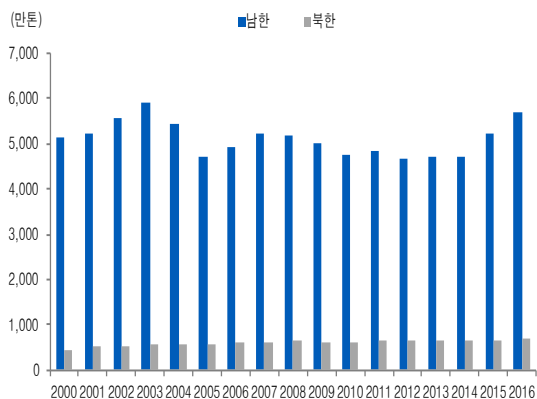
CAPE

대북, 또 한번의 성장

대북경제협력, 국내 시멘트업계 구조적 변화 기대

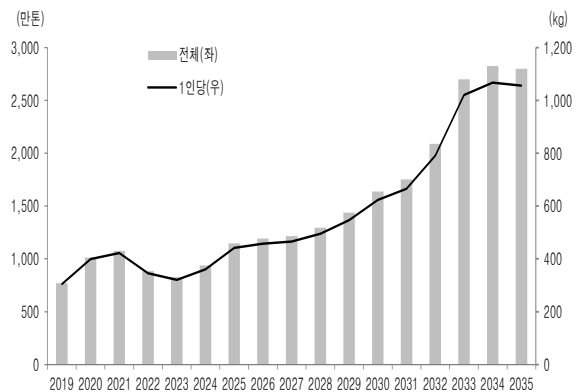
국내 시멘트 산업에 대북경제협력은 또 한번의 성장 기회이며 손해 없는 장사이기도 하다. 국내 시멘트 생산량은 2018년 기준 약 5,100만 톤 정도일 것으로 추정하는데 이는 시멘트 업체들의 Capa 가동률이 최소 80%를 유지하는 수준이다. 2000년 이후 시멘트 기업들이 점유율 경쟁을 유발한 가장 큰 원인은 가동율에 있다. 설비투자 산업의 특성상 가동률은 수익성과 직결되며 손익분기를 좌우하기 때문에 일정수준의 가동률(대부분 70%대의 Capa 가동률이 손익분기점으로 파악)을 유지해야만 한다. 대북경제협력은 국내 잉여 시멘트 공급 문제를 해소할 수 있는 기회이기 때문에 가격경쟁 이슈의 근원적 문제를 해결할 수 있다. 따라서 대북경제협력은 국내 시멘트 산업을 구조적으로 바꿀 수 있는 좋은 기회인 것이다.

그림16. 남북한 시멘트 생산량 비교



자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림 17. 북한 시멘트 소비량 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

2018년 한국시멘트 협회가 발표한 자료를 보면 대북경제협력이 시작되면 북한은 향후 32년간 연평균 2,200만톤의 시멘트를 수요할 것으로 예측하고 있다. 이는 한국의 잉여시멘트 2,000만톤을 해소할 수 있는 수량이다. 2016년 기준 북한의 국내 총 생산량은 75조원으로 한국의 1984년 수준이며 1인당 국민소득은 146만원으로 한국의 1982년과 유사한 것으로 평가되고 있다. 북한의 1인당 시멘트 소비량은 284kg으로 한국의 1977년 소비량 305kg 수준이다.

한국시멘트 협회는 남북경제협력이 시작되었을 때 북한의 향후 32년간 경제성장률은 414%를 기록할 것으로 전망한다. 이를 근거로 북한의 1인당 시멘트 소비량이 현재 284kg에서 32년 후 1,000kg이상까지 확대될 것으로 예상하고 있다. 남북경제협력 시작 이후 북한의 32년간 시멘트 전체 사용량은 7억톤 내외로 연평균 2,200만톤 소비하는 것이다.

표8. 남북한 비교지표에 따른 수요전망

분류	남한	북한
국내총생산	75조원(1984년 기준)	73조원(2016년 기준)
1인당 국민총소득	143만원(1982년 기준)	146만원(2016년 기준)
1인당 시멘트소비(kg)	305kg(1977년 기준)	284kg(2016년 기준)
누적경제성장률	36년간 417% 경제성장률 기록 (1980년~2015년)	33년간 414% 경제성장률 전망 (2019~2050년)
1인당 시멘트 소비량 증가추세	최대 4.4배 기록 (305kg→1,344kg)	최소 3배 이상 전망 (284kg→1,000kg이상)
누적시멘트 소비량	약 14억 7천만톤/연평균 41백만톤 (1980년~2015년)	7억톤 내외/연평균 22백만톤 (2019년~2050년)

자료: 한국시멘트협회, 케이프투자증권 리서치본부

북한 시멘트 산업 동향

북한의 현재 시멘트 생산량으로는 향후 경제성장을 이룰 수 없으며 이미 시멘트 공급부족 현상이 진행되고 있는 것으로 조사된다. 2016년 기준 북한의 시멘트 생산능력은 1,212만 톤이며 실질 생산 가능한 수량은 707만 톤으로 파악된다. 한국의 시멘트 생산량 대비 12% 수준이며 북한의 생산능력 대비 58% 수준이다. 북한의 시멘트 생산능력 대비 가동률이 낮은 이유는 설비의 노후화 때문이다. 북한은 전국 10여개의 대규모 시멘트 공장을 보유하고 있으며 이들의 생산능력 1,097만 톤으로 전체의 90.5% 수준이다. 신식설비 비중은 47.9%로 전체 1,202만톤 중 580만 톤을 신식설비로 생산할 수 있으며 나머지 632만 톤은 구식설비로 생산설비가 갖추어져 있다. 구식설비는 대부분 1910~1940년대 일제강점기 때 만들어진 것으로 생산효율이 매우 낮은 것으로 파악된다.

표9. 주요 공장별 시멘트 설비 현황

공장명	소재지	생산능력(만톤)	소성로(기)	소성로 형태 (최초제작년도)	제작업체
순천시멘트 연합기업소	평남 순천시	300	3	SP(1977)	일본 미쯔이 덴마크 FL Smith
상원시멘트 연합기업소	평양시 상원군	200	2	NSP(1989)	독일 Humbolt 라파즈
2.8시멘트 연합기업소	황북 봉산군	160	8	습식 6기(1959~88) 단순건식 2기(1937)	구소련 등 일본
해주 시멘트공장	황남 해주시	125	5	개량소성(1936)	일본 우베
승호리 시멘트공장	평양시 승호구역	85	5	습식 3기(1919~36) 개량소성 2기(1968,88)	일본 오노다 구소련 등
천내리 시멘트공장	강원도 천내군	80	4	단순건식 3기(1928) SP 1기(1980)	일본 오노다
만포(8.2) 시멘트공장	자강도 만포시	60	2	SP(1982)	미확인
고무산 시멘트공장	함북 청진시	57	4	단순건식(1936)	일본 오노다
부래산 시멘트공장	함남 고원군	30	2	개량소성(1965)	미확인
구장 시멘트공장	평북 구장군	20	2	개량소성(1970년대)	미확인
기타	부산리, 혜산 등	95	11	미확인(1960~80년대)	미확인
합계		1,212	48		

자료: 한국시멘트협회, 케이프투자증권 리서치본부

표10. 시멘트 설비 현황

구분	생산 능력 (만톤)	점유율 (%)	키른수	점유율 (%)	비고
신식설비현황	580	47.9	8	16.7	SP 6기, NSP 2기
구식설비현황	632	52.1	40	83.3	습식 및 단순건식 개량소성방식
합계	1,202	100.0	48	100.0	

자료: 한국시멘트협회, 케이프투자증권 리서치본부

대북경제제재 완화로 북한의 경제성장이 시작되면 시멘트 공급은 당분간 한국을 중심으로 의존해야 할 것으로 판단한다. 한국의 시멘트 가격이 인근 국가 중 가장 낮고 거리의 장점으로 운반비 비용이 적게 들기 때문이다. 한국시멘트협회가 18년 9월에 발표한 '해외 시멘트 산업 동향 분석 보고서'를 보면 중국 시멘트 가격이 톤당 \$56.4로 한국 \$66.3에 비해 낮은 것으로 나타나고 있지만 실질적으로 북한에 인접해 있는 중국의 동북지역과 화북지역의 시멘트 가격은 국내 대비 가격이 높은 것으로 파악되고 있다. 중국의 기타 지역에서의 북학 수출은 운송비로 가격경쟁력은 없을 것으로 예상된다.

표11. 국내 시멘트 업체 Valuation

(단위: 십억원, 배)

	쌍용양회	한일시멘트	성신양회	아세아시멘트
국가	한국	한국	한국	한국
시가총액(십억원)	2,982.8	555.4	256.9	424.6
매출액(십억원)				
2017A	1,517.1	-	647.2	461.2
2018A	1,510.0	512.0	688.1	843.8
2019E	1,550.0	1,021.7	6,59.6	858.0
영업이익(십억원)				
2017A	250.9	-	32.8	53.2
2018A	247.0	56.1	29.8	79.2
2019E	280.0	105.9	37.0	92.1
PER				
2017A	9.0	-	11.7	6.6
2018A	15.1	9.0	18.0	25.9
2019E	15.0	7.4	11.5	10.6
PBR				
2017A	1.0	-	0.4	0.5
2018A	1.6	0.6	0.8	0.5
2019E	1.3	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA				
2017A	7.1	-	1.6	3.6
2018A	7.2	6.3	3.9	7.7
2019E	9.1	4.0	3.2	4.7

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

기업분석

아세아시멘트 (183190KS Buy 신규 TP 160,000원 신규)	16
쌍용양회 (003410KS NR)	20

아세아시멘트 (183190KS | Buy 신규 | TP 160,000원 신규)

평화의 상징

한라시멘트 인수효과가 올해부터 본격화될 전망입니다. 작년 시멘트 업계는 한라시멘트 인수를 견제하기 위해 가격경쟁을 유도하였으며 이로 인해 동사의 시장점유율 이탈이 발생했습니다. 작년 10월 가격인상을 개기로 시장 안정화가 시작된 것으로 판단하며 이로 인해 한라시멘트 인수효과가 올해부터 본격화 될 것으로 기대합니다.

한라시멘트 인수는 경쟁완화의 단초

- 시멘트 시장의 경쟁완화로 한라시멘트 인수효과가 올해부터 본격화 될 것으로 기대되어 아세아시멘트에 대해 목표주가 160,000원과 투자의견 BUY로 커버리지 개시하며 업종내 Top-Pick으로 추천
- 동사의 한라시멘트 인수는 업계 Big3의 시장입지를 안착시키며 경쟁을 완화시킬 것으로 판단. 한라시멘트 인수로 경쟁사들은 2018년초 시장점유율 경쟁을 일으켰으나 동사가 가격경쟁에 참여하지 않아 시장 우려보다 가격경쟁이 빠르게 마무리 되었음. 2018년 가격경쟁으로 동사의 시장점유율은 소폭 하락하였으나 이후 선두업체들의 가격정상화가 진행되며 업계 경쟁완화 분위기 조성. 올해부터 가격인상이 반영되며 실적개선을 주도할 것으로 판단

한라시멘트 인수효과: 전국망 확대, 해안사로의 장점 부각

- 동사는 한라시멘트가 2018년 1월 아세아그룹으로 계열 편입되며 시멘트 시장점유율 20%(아세아 13%, 한라 7%) 확보, 업계 3위로 등극. 아시아시멘트는 수도권 중심의 영업망에서 한라시멘트 인수를 통해 옥계(연산 760만톤), 광양, 인천, 포항(각각 160만톤) 등에 시멘트 공장을 확보하며 전국망으로 확대
- 또한, 한라시멘트 인수를 통해 해안사 입지 확보. 해안사는 해운을 통한 운송이 가능하기 때문에 내륙사 대비 운반비가 적게 들고 수출에 유리한 장점을 가지고 있음. 과거 대북경제협력에서도 해안사 중심으로 북한에 시멘트를 공급한 경험이 있어 대북관련 수혜도 해안사가 유리할 것으로 판단
- 한라시멘트의 2017년 K-GAAP 기준 실적은 매출액 4,897억원(+5.1% YoY), 영업이익 494억원(+12.5% YoY)을 기록 하였으며 2018년 시장점유율 경쟁으로 매출액과 영업이익은 소폭 감소하여 매출액 4,300억원(-12.2% YoY)과 영업이익 420억원(-15.0% YoY) 수준을 유지했을 것으로 추정



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018P	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	461	844	858	877	922
영업이익	(십억원)	53	79	92	97	116
영업이익률	(%)	11.5	9.4	10.7	11.0	12.6
지배주주순이익	(십억원)	55	15	40	47	64
EPS	(원)	16,676	4,001	10,310	12,098	16,346
증감률	(%)	33.5	-76.0	157.7	17.3	35.1
PER	(배)	6.6	25.9	10.6	9.0	6.7
PBR	(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	8.1	2.3	5.4	6.0	7.6
EV/EBITDA	(배)	3.4	7.7	4.6	4.1	3.4
순차입금	(십억원)	-117	580	451	357	255
부채비율	(%)	30.0	145.4	127.5	112.9	100.2

Valuation

한라시멘트 인수, Valuation 재평가 가능성 가장 높다

2019년 예상 실적은 매출액 8,580억원, 영업이익 921억원, 지배주주순이익 402억원 달성이 가능할 것으로 추정한다. 현재가는 올해 실적 기준 P/E 10.6X에서 거래되고 있으며 이는 P/B 기준 0.5X 수준이다. 향후 시멘트 시장은 경쟁완화 흐름이 지속되며 적자 전환 가능성은 낮을 것으로 예상된다. 목표주가 160,000원은 올해 예상 BPS 기준 0.76X 적용한 것으로 향후 자산가치에 대한 훼손이 없을 것을 가정하였다. 또한 대북경제협력 가능성이 여전히 남아 있어 향후 시장의 성장잠재력에 대한 평가를 감안하였다.

동사에 대해 목표주가 상승여력 46.8%를 제시하며 업종내 Top-Pick으로 추천한다. Top-Pick으로 추천하는 이유는 한라시멘트 인수로 향후 성장잠재력과 Valuation Re-rating 가능성이 업종 내에서 가장 높을 것으로 예상한다. 또한 가격정상화에 따른 한라시멘트 인수효과가 올해부터 본격화 될 것으로 전망한다.

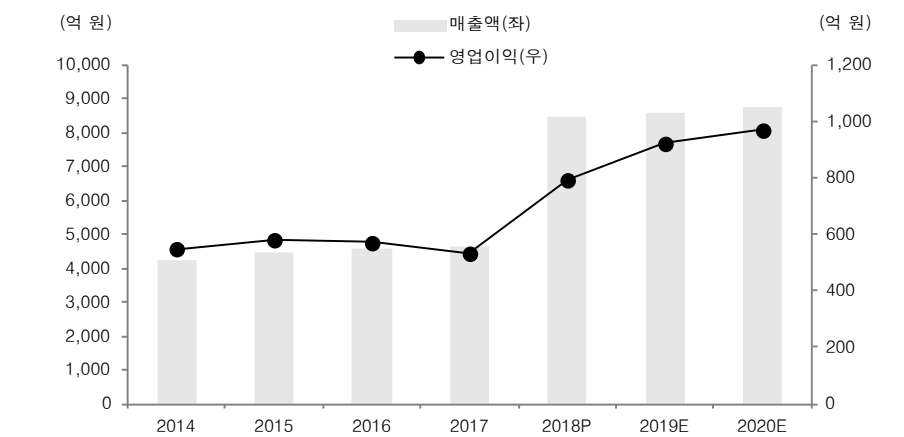
표1. 아세아시멘트 Valuation

(단위: 원, 배, %)

구분	추정가액	비고
BPS(원)	208,851원	2019년 예상 BPS
Target PBR(배)	0.76	
목표주가(원)	160,000원	
현재주가(원)	109,000원	3/25 종가 기준
Upside(%)	46.8%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 아세아시멘트 매출액 및 영업이익 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

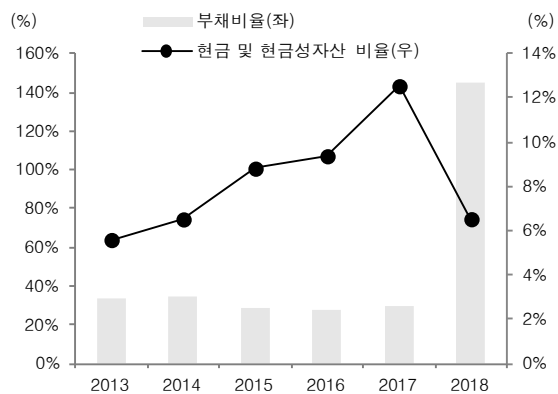
표2. 아세아시멘트 분기별 실적 추이(연결)

(단위: 억원, %)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	Y2019E	Y2020E	Y2021E
매출액	1,607	2,453	1,888	2,489	1,661	2,447	2,265	2,206	8,580	8,772	9,225
시멘트	1,280	2,052	1,493	1,754	1,283	1,967	1,851	1,756	6,856	7,203	7,568
레미콘	247	312	234	272	258	331	244	281	1,114	1,159	1,205
2차제품	36	53	40	50	50	50	50	50	200	208	220
기타	44	36	120	69	70	70	70	70	280	132	132
YoY%	73.7	82.8	55.8	119.8	3.3	-0.2	20.0	-11.4	1.7	2.2	5.2
시멘트	120.7	129.0	89.4	136.7	0.3	-4.2	24.0	0.1	4.2	5.1	5.1
레미콘	-18.2	-17.2	-29.7	-10.4	4.4	5.9	4.2	3.0	4.5	4.0	4.0
2차제품	11.0	29.2	-23.2	-12.2	38.1	-6.2	24.8	0.0	11.4	4.0	5.8
기타	205.6	356.8	76.0	292.7	84.6	-6.9	-13.3	1.9	6.6	-67.3	0.0
매출원가	1,535	1,903	1,439	1,841	1,477	1,825	1,737	1,720	6,759	6,887	7,117
YoY%	89.7	99.2	64.7	112.3	-3.8	-4.1	20.7	-6.6	0.6	1.9	3.3
매출원가율%	95.5	77.6	76.2	74.0	88.9	74.6	76.7	78.0	78.8	78.5	77.1
판매비	210	241	228	249	197	243	231	229	900	917	948
YoY%	66.2	65.1	54.2	62.0	-6.3	0.8	1.3	-8.0	-2.9	1.9	3.3
판매비율%	13.1	9.8	12.1	11.0	11.8	9.9	10.2	10.4	10.5	10.5	10.3
영업이익	-138	309	221	399	-1.3	380	297	257	921	968	1,160
YoY%	적지	28.5	16.1	258.3	적지	22.7	34.4	-35.5	16.3	5.1	19.9
영업이익율%	-8.6	12.6	11.7	16.1	-0.8	15.5	13.1	11.7	10.7	11.0	12.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 부채비율 및 현금성자산 비중



자료: Dataguide, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 국내 시멘트 업체 공장현황



자료: 케이프투자증권 리서치본부

아세아시멘트 | 평화의 상징

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018P	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018P	2019E	2020E	2021E
유동자산	406	439	459	506	매출액	844	858	877	922
현금및현금성자산	126	155	169	200	증가율(%)	83.0	1.7	2.2	5.2
매출채권 및 기타채권	181	184	188	198	매출원가	672	676	689	712
재고자산	75	77	78	82	매출총이익	172	182	189	211
비유동자산	1,523	1,434	1,389	1,357	매출총이익률(%)	20.4	21.2	21.5	22.9
투자자산	46	10	10	11	판매비와 관리비	93	90	92	95
유형자산	920	906	893	891	영업이익	79	92	97	116
무형자산	536	498	464	434	영업이익률(%)	9.4	10.7	11.0	12.6
자산총계	1,929	1,873	1,848	1,863	EBITDA	129	194	193	208
유동부채	226	279	303	323	EBITDA M%	15.3	22.7	22.0	22.5
매입채무 및 기타채무	157	160	163	172	영업외손익	-53	-35	-29	-25
단기차입금	13	13	13	13	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	35	85	105	115	금융손익	-36	-35	-29	-25
비유동부채	916	771	676	610	기타영업외손익	-17	0	0	0
사채 및 장기차입금	655	505	405	325	세전이익	26	57	67	91
부채총계	1,143	1,050	980	933	법인세비용	9	14	17	23
지배기업소유지분	779	814	855	913	당기순이익	17	43	51	68
자본금	19	19	19	19	지배주주순이익	15	40	47	64
자본잉여금	573	573	573	573	지배주주순이익률(%)	2.0	5.0	5.8	7.4
이익잉여금	191	225	267	324	비지배주주순이익	2	3	3	5
기타자본	-4	-4	-4	-4	기타포괄이익	7	0	0	0
비지배지분	7	10	13	18	총포괄이익	24	43	51	68
자본총계	786	823	868	930	EPS 증가율(% , 지배)	-76.0	157.7	17.3	35.1
총차입금	723	623	543	474	이자손익	-31	-35	-29	-25
순차입금	580	451	357	255	총외환관련손익	-1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018P	2019E	2020E	2021E		2018P	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	89	148	150	168	총발행주식수(천주)	3,896	3,896	3,896	3,896
영업에서 창출된 현금흐름	152	197	196	216	시가총액(십억원)	403	452	452	452
이자의 수취	1	2	3	3	주가(원)	103,500	116,000	116,000	116,000
이자의 지급	-29	-37	-32	-28	EPS(원)	4,001	10,310	12,098	16,346
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	200,040	208,851	219,449	234,295
법인세부담액	-36	-14	-17	-23	DPS(원)	1,500	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-335	-14	-51	-61	PER(X)	25.9	10.6	9.0	6.7
유동자산의 감소(증가)	13	0	0	-1	PBR(X)	0.5	0.5	0.5	0.5
투자자산의 감소(증가)	-23	36	0	-1	EV/EBITDA(X)	7.7	4.6	4.1	3.4
유형자산 감소(증가)	-52	-50	-50	-60	ROE(%)	2.3	5.4	6.0	7.6
무형자산 감소(증가)	-473	0	0	0	ROA(%)	1.2	2.3	2.7	3.7
재무활동 현금흐름	259	-106	-86	-75	ROIC(%)	13.8	4.7	5.1	6.4
사채및차입금증가(감소)	696	-100	-80	-70	배당수익률(%)	1.4	1.3	1.3	1.3
자본금및자본잉여금 증감	69	0	0	0	부채비율(%)	145.4	127.5	112.9	100.2
배당금 지급	-5	-6	-6	-6	순차입금/자기자본(%)	73.8	54.8	41.1	27.4
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	179.2	157.1	151.3	156.5
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.4	2.5	3.0	4.1
현금증감	13	28	14	32	총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5
기초현금	114	126	155	169	매출채권 회전율	5.6	4.7	4.7	4.8
기말현금	126	155	169	200	재고자산 회전율	15.0	11.3	11.3	11.5
FCF	31	98	100	108	매입채무 회전율	5.8	4.3	4.3	4.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김인필 · 02)6923-7351 · ipkim01@capefn.com

쌍용양회 (003410KS | NR)**Market Leader**

국내 1위 시멘트 기업으로 시장의 가격결정력 보유하고 있습니다. 수익성과 재무안정성 측면에서 월등하여 점유율 경쟁에 우위에 있으며, 연료비+전력비(매출원가 50%)를 구조적으로 절감 시켜 수익성 개선될 전망입니다. 올해 약 200억원 수준의 유연탄 옵션 차익 기대되는 점도 주목할 부분입니다.

국내 1위 시멘트 기업, 글로벌 경쟁력도 견비

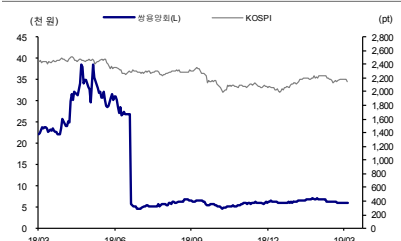
- 쌍용양회는 국내 1위 시멘트 기업으로 대한시멘트(슬래그시멘트 1위)를 100% 자회사로 두고, 국내 시멘트 시장점유율 27%(쌍용+대한) 보유. 클링커(반제품)와 시멘트 생산능력은 각각 1,533만 톤과 1,767만 톤으로 국내 시멘트 생산 능력(6,200만 톤)의 28.5% 차지
- 생산공장은 강원도 동해, 영월, 문경 등에 있으며 내륙 및 해안사의 위치를 점하고 있어 해안을 통한 수출 및 운송비 절감이 장점. 특히 동해공장은 전세계 최대 규모인 1,122만 톤의 생산설비를 갖추고 있음

가격결정력 보유, 시장을 선도할 수 있는 사업자

- 시장을 선도하는 사업자로 가격결정력을 보유한 것으로 평가. 작년 10월부터 시멘트 가격정상화를 주도하여 가격인상 성공. 경쟁사 대비 시장점유율과 수익구조가 뛰어나 가격경쟁에도 가장 유리한 상황. 따라서 동사의 가격정책에 경쟁사들이 순응하는 모습
- 수익성과 재무안정성에서 압도적 우위에 있어 시장점유율 경쟁시 가격경쟁에 가장 유리함. 3Q18기준 매출총이익률과 영업이익이익률이 각각 24.4%와 14.2%. 한일시멘트, 아세아시멘트, 성신양회의 영업이익이익률은 각각 0.8%, 6.6%, 2.2% 수준. 부채비율 69.2%로 경쟁사(한일시멘트 133.9%, 아세아시멘트 145.5%, 성신양회 187.8%) 대비 안정적
- 높은 수익성의 이유는 해외 수출을 통해 가동률 유지한다는 점과 유연탄 옵션행사에 따른 차익 때문으로 파악. 유연탄 옵션 행사(행사가격 \$60) 2018년 약 230억원의 차익 발생. 올해에서 200억원 수준 예상.

수익성 개선, 구조적 변화

- 동사는 2018년 9월과 4월 HRSG와 ESS설비에 투자하여 2019년부터 실적에 온기로 반영될 예정. HRSG는 동해공장에 44.0MW 설비를 구축하여 매년 250억원 전기세 절감 기대. ESS는 동해와 영월공장에 각각 22 MW와 9.0 MW의 ESS 설비를 구축하여 매년 약 40억원의 전기세 절감 기대
- 폐 Plastic 비중을 5%에서 20%까지 높여 연료비 절감 계획. 자원재활 수익으로 1석 2조 효과

Stock Data

주가(3/25)	5,920원		
액면가	1,000원		
시가총액	2,992십억원		
52주 최고/최저가	7,720원/4,390원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-11.6	-11.0	34.9
상대주가(%)	-8.0	-2.9	51.9

경영실적 전망

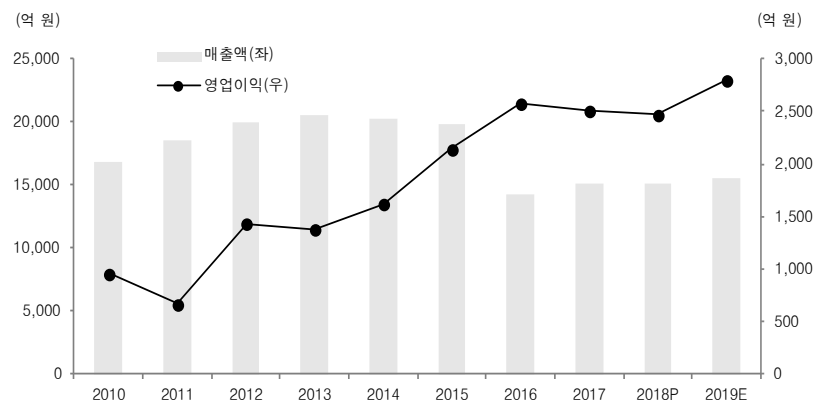
결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018P	2019E
매출액	(십억원)	1,986	1,430	1,517	1,510	1,550
영업이익	(십억원)	214	258	251	247	280
영업이익률	(%)	10.8	18.0	16.5	16.4	18.1
순이익	(십억원)	77	175	301	146	200
EPS	(원)	190	401	613	290	396
증감률	(%)	-27.0	110.9	52.9	-16.6	36.7
PER	(배)	17.1	7.4	6.1	20.4	15.0
PBR	(배)	1.0	0.8	1.0	1.4	1.3
ROE	(%)	5.9	11.1	15.7	7.1	9.1
EV/EBITDA	(배)	7.1	5.4	7.0	-	-
순차입금	(십억원)	904	492	545	-	-
부채비율	(%)	117.6	77.3	73.2	-	-

Valuation

1 등 사업자에 Valuation Premium 을

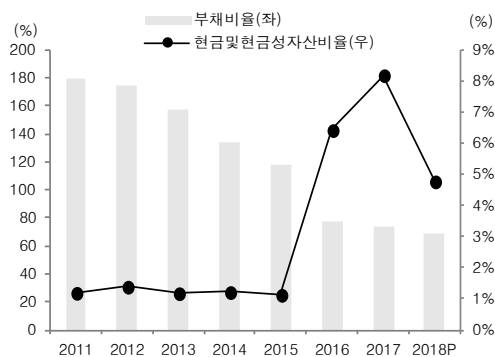
올해 예상 실적은 매출액 15,500억원(+2.6% YoY), 영업이익 2,800억원(+13.4% YoY), 지배주주순이익 2,000억원(+36.7% YoY) 달성이 가능할 것으로 판단. 현 주가는 올해 예상실적 기준 P/E 15.0X에서 거래되고 있으며 이는 P/B 기준 1.3X 수준. 경쟁사 대비 Valuation 부담 존재하나 1위 사업자로의 Premium 적용이 가능할 것으로 판단. 향후 시멘트 가격인상을 주도할 여지가 있으며 대북관련 수혜도 가장 클 것으로 예상되어 긍정적 접근이 가능할 것으로 전망

그림1. 쌍용양회 매출액 및 영업이익 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 부채비율 및 현금성자산 비중



자료: Dataguide, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 국내 시멘트 업체 공장현황



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	(십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	524	517	896	830	매출액	2,021	1,986	1,430	1,517
현금및현금성자산	37	33	207	287	증가율(%)	-1.9	-1.7	-28.0	6.1
매출채권 및 기타채권	324	347	373	340	매출원가	1,681	1,609	1,036	1,122
재고자산	131	112	87	109	매출총이익	339	378	394	395
비유동자산	2,480	2,417	2,320	2,671	매출총이익률(%)	16.8	19.0	27.6	26.1
투자자산	29	34	74	72	판매비와 관리비	177	163	136	145
유형자산	2,272	2,217	2,108	2,205	영업이익	162	214	258	251
무형자산	86	87	82	354	영업이익률(%)	8.0	10.8	18.0	16.5
자산총계	3,003	2,934	3,216	3,501	EBITDA	252	310	357	353
유동부채	1,245	1,192	1,068	792	EBITDA M%	12.5	15.6	25.0	23.3
매입채무 및 기타채무	296	360	319	274	영업외손익	-65	-132	-42	-75
단기차입금	775	659	466	373	지분법관련손익	1	2	1	4
유동성장기부채	156	148	160	87	금융손익	-59	-40	-26	-21
비유동부채	475	394	334	688	기타영업외손익	-6	-93	-16	-58
사채 및 장기차입금	231	140	95	420	세전이익	97	83	216	176
부채총계	1,720	1,586	1,402	1,480	법인세비용	-6	12	54	-27
지배기업소유지분	1,227	1,293	1,689	1,960	당기순이익	103	77	175	301
자본금	402	402	466	505	지배주주순이익	105	77	173	302
자본잉여금	608	608	770	744	지배주주순이익률(%)	5.1	3.9	12.2	19.9
이익잉여금	265	330	498	717	비지배주주순이익	-2	0	2	-1
기타자본	-48	-47	-45	-6	기타포괄이익	-15	-11	2	38
비지배지분	57	56	125	61	총포괄이익	88	66	177	339
자본총계	1,283	1,348	1,814	2,021	EPS 증가율(%, 지배)	160.8	-27.0	110.9	52.9
총차입금	1,165	947	721	889	이자손익	-59	-39	-26	-23
순차입금	1,111	904	492	545	총외화관련손익	-9	-11	-2	14

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A		2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	278	274	197	298	총발행주식수(천주)	74,660	74,660	87,479	100,772
영업에서 창출된 현금흐름	283	277	209	339	시가총액(십억원)	903	1,224	1,295	1,879
이자의 수취	2	2	1	1	주가(원)	2,394	3,244	2,960	3,730
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	260	190	401	613
배당금 수입	1	0	0	7	BPS(원)	3,034	3,197	3,627	3,879
법인세부담액	-8	-4	-13	-49	DPS(원)	0	0	160	1,070
투자활동 현금흐름	-64	-13	-74	-223	PER(X)	9.2	17.1	7.4	6.1
유동자산의 감소(증가)	13	8	-13	-35	PBR(X)	0.8	1.0	0.8	1.0
투자자산의 감소(증가)	-3	-5	-41	3	EV/EBITDA(X)	8.2	7.1	5.4	7.0
유형자산 감소(증가)	-71	-63	-74	-76	ROE(%)	8.3	5.9	11.1	15.7
무형자산 감소(증가)	1	-5	0	-276	ROA(%)	3.4	2.6	5.7	9.0
재무활동 현금흐름	-214	-265	51	5	ROIC(%)	6.3	7.5	8.8	11.3
사채 및 차입금증가(감소)	-146	-217	-226	168	배당수익률(%)	0.0	0.0	5.4	28.7
자본금및자본잉여금 증감	8	0	226	14	부채비율(%)	134.0	117.6	77.3	73.2
배당금 지급	-1	-1	-1	-94	순차입금/자기자본(%)	86.5	67.1	27.1	27.0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	42.1	43.4	83.9	104.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.7	5.1	9.7	10.3
현금증감	0	-3	173	80	총자산회전율	0.7	0.7	0.5	0.5
기초현금	36	37	33	207	매출채권 회전율	5.9	5.9	4.0	4.3
기말현금	37	33	207	287	재고자산 회전율	15.5	16.4	14.4	15.5
FCF	204	209	121	162	매입채무 회전율	5.6	4.9	3.1	3.8

자료: 케이프투자증권 리서치본부

철도

Analyst 김광진

02)6923-7339

kwangjin.kim@capefn.com

철도 (비중확대)

Analyst 김광진 · 02)6923-7339 · kwangjin.kim@capefn.com

남북 철도시장에 부는 봄바람

국내 철도 시장은 정부의 투자 확대 기조에 따라 대북경제협력을 배제하고도 빠른 성장이 예상됩니다. 올해 국내 시장 규모는 기존계획대비 15% 이상 확대된 약 8조원 수준을 형성할 것으로 예상됩니다. 국내 시장만으로도 철도 업종에 대한 투자 매력은 충분한 상황으로, 만약 남북 철도경협까지 본격화될 경우 매력도는 더욱 높아질 것으로 판단합니다.

국내 철도시장에 부는 봄바람. 정부의 투자 확대 의지 명확

- 국내 철도시장은 정부의 투자 확대 의지에 힘입어 올해부터 성장 속도가 빨라질 것으로 판단한다. '15년 이후 정부는 SoC 투자 감축 기조를 꾸준히 유지해왔고, 기본계획인 '제3차 국가철도망 구축계획'에도 이러한 기조가 반영되어 있었다. 그러나 최근 SoC 예산 증액('18년 19.0조→'19년 19.8조)과 함께 철도 투자확대 계획들을 연이어 발표하고 있다.
- 최근 발표된 철도 세부 계획들은 총 3가지이다. 지난해 12월 '수도권 광역교통망 개선대책'을 시작으로 '2019 국가균형발전 프로젝트', '제2차 서울시 도시철도망 구축계획'이 연달아 발표되었다. 세 계획 모두 철도 조기 착공 및 재정투입 확대를 주요 내용으로 하고 있어, 정부 및 지자체의 투자 확대 의지가 뚜렷함을 확인할 수 있다.
- 올해 국내 철도 시장은 약 8조원 수준으로 형성될 것으로 판단한다. 이는 제3차 국가 철도망 구축계획에 기반한 시장 규모 6.9조원보다 15% 확대된 수준으로 정부의 투자 확대 기조를 반영한 수치이다. 주요 철도 사업들의 투자일정 감안 시 시장 성장 속도는 '20~'21년을 지나면서 더욱 빨라질 것으로 판단한다.

남북경협이 현실화된다면? 철도가 1순위

- 남북경제협력이 현실화된다면 그 시작은 철도가 될 것으로 판단한다. 남과 북이 얻을 수 있는 경제적 효용이 분명하기 때문이다. 남한은 인프라 투자 수혜 뿐만 아니라 유라시아 횡단철도 이용이 가능해지며, 북한은 표정속도가 20~60km/h에 불과한 철도 운행효율을 정상화할 수 있다.
- 남북경협이 실제로 진행되기 위해서는 유엔 안보리의 대북제재 해제가 선결과제다. 북한의 비핵화 의지에 의문부호가 붙은 현 시점에서 다소 시간이 걸릴 것으로 판단한다. 현실 가능성이 높은 남북경협 시나리오는 두 가지이다.
- 시나리오 1 : 남측 동해북부선(강릉~제진, 104.6km) 연결사업. 남한 지역에 국한된 공사로 대북제재와 무관하게 진행할 수 있다. 예상 투자규모는 2.3조원 수준으로 연평균 3,400억원의 신규 시장 창출효과가 있을 것으로 판단된다.
- 시나리오 2 : 북측 경의선, 동해선 개량(단선유지). 대북 제재 해제를 가정했을 때 가장 실현 가능성이 높은 시나리오로 약 9.6조원(경의선 3.3조, 동해선 6.3조)의 신규 시장 창출효과가 있을 것으로 판단한다.

철도 관련주로 다원시스(068240), 도화엔지니어링(002150), 삼호개발(010960) 추천

- 기존 사업만으로도 안정적 성장 가능하며, 남북경협이 현실화될 경우 플러스 알파의 추가 성장이 가능한 업체들이다.
- 이들의 현 주가는 보유 자산 가치만으로도 부담 없는 접근이 가능한 수준으로 투자 매력은 충분하다.

주요 기업 투자이견

(단위: 원, %, 배, 억원)

기업명	투자이견	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
다원시스	BUY	18,000	14,750	22.0	416	35.5	1.8	4.3	58
도화엔지니어링	NR	-	9,630	-	712	13.5	1.3	9.7	-
삼호개발	NR	-	4,960	-	1,120	4.4	0.6	14.3	-

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

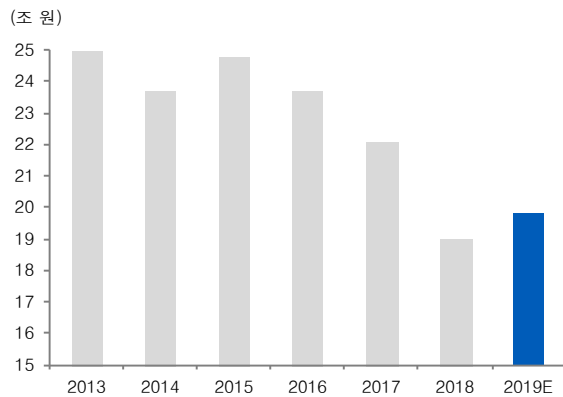
국내 철도시장에 부는 봄바람

정부의 철도 투자확대 의지 명확. 시장 성장 빨라질 전망

국내 철도 투자는 10년 단위의 '중장기 국가철도망 구축계획(국토교통부)'을 기본으로 하여 이루어지고 있다. 현재 제3차 국가철도망 구축계획('16~'25년)이 진행되고 있으며, 이를 통해 10년간 약 70.4조원의 시장이 형성될 것으로 예상된다. 재원은 국고 43.1조, 지방비 3조, 민자 19.8조, 기타(공단 채권 등) 4.5조를 통해 조달될 예정이다.

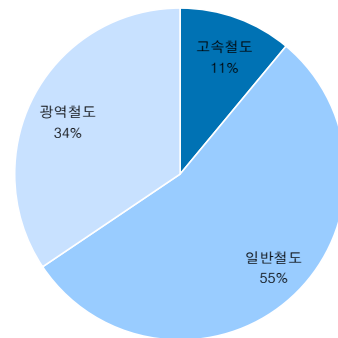
주목할 점은 최근 들어 정부의 철도 투자 의지가 강해져 시장 성장이 기존 계획보다 빨라지고 있다는 점이다. 정부는 경기 부양의 일환으로 올해 SoC 예산을 확대 편성('18년 19조원 → '19년 19.8조원)한 바 있다. 그 동안 정부는 관련 예산을 꾸준히 삭감해오면서 SoC 투자 감축 기조를 유지해오고 있었다. 제3차 국가철도망 구축계획에도 이러한 기조가 반영되어 있었다. 이러한 점을 감안하면 예산 확대는 매우 이례적이다. 그만큼 정부가 투자 확대에 강한 의지를 갖고 있음을 확인할 수 있는 부분이라 판단된다. 철도는 정부의 주요 SoC 사업 중 하나인 만큼 올해부터 국내 철도시장의 성장도 빨라질 것으로 예상된다. 실제로 일정 단축 및 투자 확대를 위한 구체적인 세부 계획들이 연이어 발표되고 있다.

그림1. 국내 SoC 예산 추이



자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 제3차 국가철도망 구축계획 부문별 투자 비중



자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 제3차 국가철도망 구축 투자계획

(단위: 억원)

구분	'11~'15년	'16~'20년	'21~'25년	3차 계획기간 내	계획기간 후
소계	364,445	347,138	357,302	704,440	202,821
국고	236,459	220,146	210,854	431,000	144,007
지방비	8,068	19,024	11,935	30,959	9,353
민자	19,407	73,831	123,933	197,764	49,461
기타	100,511	34,137	10,580	44,717	-

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

지난해 12월부터 발표된 세부 계획만 3 가지

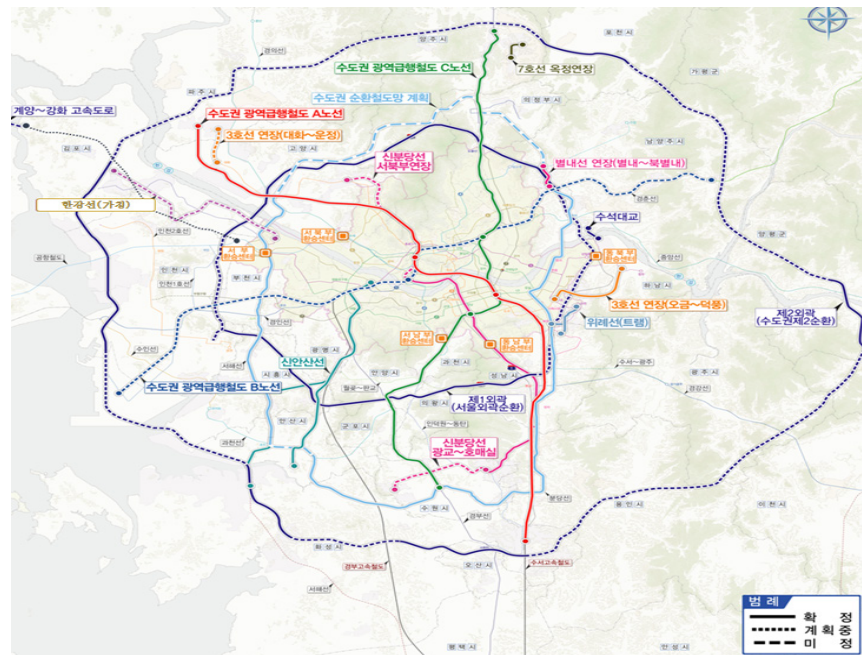
정부는 제3차 국가철도망 구축계획에 기반한 세부 계획으로써 ‘수도권 광역교통망 개선 대책’(18.12.19, 국토교통부), ‘2019 국가균형발전 프로젝트’(19.1.29, 기획재정부)를 연이어 발표했다. 서울시는 정부 부처와 별개로 ‘제2차 서울시 도시철도망 구축계획’(19.2.20, 서울시)을 발표했다. 세 계획 모두 철도 조기 착공 및 재정확대를 주요 내용으로 하고 있어, 정부 및 지자체의 투자 확대 의지를 엿볼 수 있다.

가장 먼저 발표된 수도권 광역교통망 개선 대책은 GTX-A, C, 신안산선의 조기 착공과 GTX-B, 신분당선 연장사업의 신속 추진을 골자로 하고 있다. 가시성이 가장 높은 사업은 GTX-A와 신안산선으로 올해 착공이 유력하다. 특히 GTX-A의 경우 이미 지난해 말 착공식까지 마친 바 있다. 나머지 사업들 또한 추진 속도가 빨라져 내년부터는 가시적 성과가 나올 수 있을 것으로 예상된다. GTX-A/B/C, 신안산선, 신분당선 연장사업의 합산 예상 사업비는 약 18조원에 이른다.

표2. 수도권 광역교통망 개선 대책(철도)					(단위: km, 조원)
사업명	거리(km)	사업비(조원)	구간	향후 계획	추진 목적
GTX-A	43.6	3.3	운정~삼성	'18.12.27 착공식	급행-간선 중심의 중추망 조기 착공
GTX-C	74.2	4.3	양주~수원	'19년 초 기본계획	
GTX-B	80.1	5.9	송도~남양주 마석	'19년 예타완료 추진	
신안산선	44.6	3.4	안산/시흥~여의도	2H19 착공	
신분당선 연장	11.1	1.1	수원 광교~호매실	신속 추진	
별내선 연장	3.3	-	별내역~북별내	신속 추진	교통인프라 취약지역 인프라 공급 확대
3호선 연장(서북부)	7.6	-	대화역~파주 운정		
한강선(가칭)	24.2	-	방화~김포		
7호선 연장(양주 신도시)	4.0	-	고읍~옥정		
위례 트램(위례 신도시)	5.4	-	마천역~북정/우남역	'19년 초 기본계획	

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 수도권 광역 교통망 구축 계획

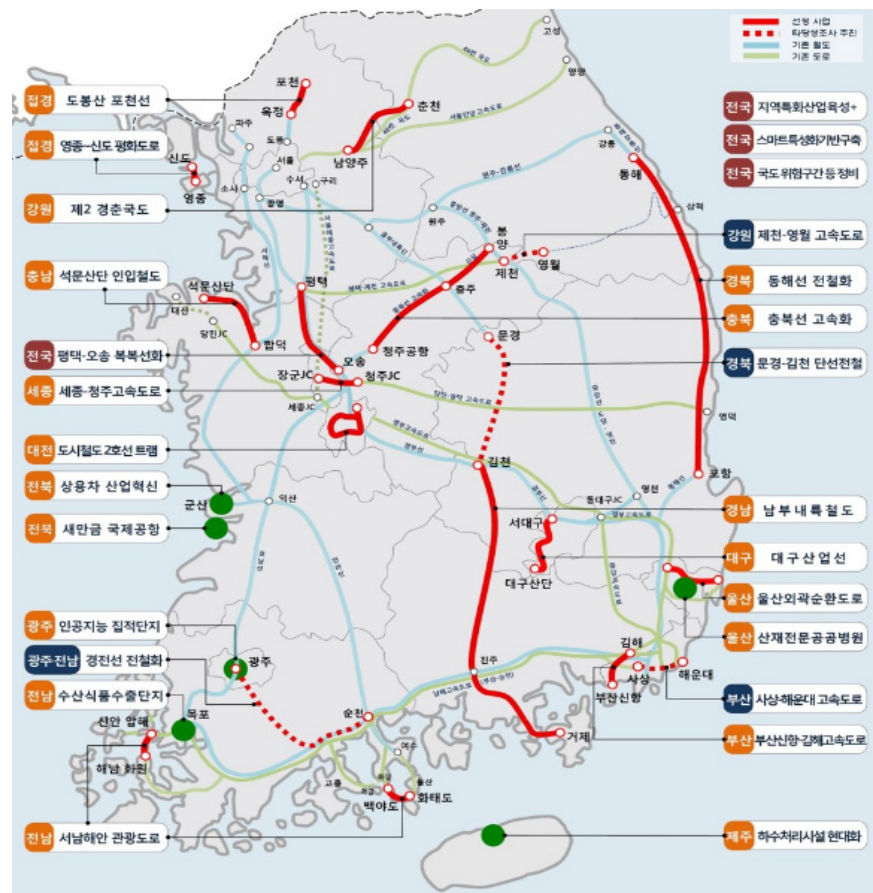


자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

2019 국가균형발전 프로젝트에서는 지역균형 발전의 일환으로 수도권 이외 지역에서 예비 타당성 조사 면제 사업들을 선정했다. 선정된 사업들은 모두 23개, 총 사업비 규모 약 24.1조원 수준이며 이 중 철도사업은 8개로 약 13.4조원에 달한다. 남부내륙 철도(김천~거제), 평택~오송 복복선화, 충북선 철도 고속화(청주공항~제천) 등이 예타면제를 받은 주요 철도 프로젝트들이다.

선정된 사업들은 대부분 예비타당성 조사를 통과하지 못해 지연되고 있던 사업들로, 이번 예타면제를 통해 평균적으로 3~4년의 일정 단축 효과가 있을 것으로 판단된다. 다음 단계인 KDI 적정성 검토(사업비의 적정성, 대안 검토)가 6월까지 예정되어 있는 점을 고려할 때 2H19부터 설계 작업이 가능할 것으로 예상된다. 설계작업의 경우 통상 2~3년(기본설계 1년, 실시설계 1~2년)이 소요되지만 동시에 진행할 경우 절반 수준으로 일정 단축이 가능할 전망이다. 따라서 빠르면 2020년 하반기부터 착공이 본격화될 수 있을 것으로 판단한다.

그림4. 2019 국가균형발전 프로젝트



자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

표3. 2019 국가균형발전 프로젝트 주요 철도 사업

사업명	사업비(조원)	구간	목적
석문산단 인입철도	0.9	석문산단~함덕	지역산업 인프라확충
대구산업선 철도	1.1	서대구~대구국가산단	
남부내륙철도	4.7	김천~거제	
충북선 철도 고속화	1.5	청주공항~제천	광역 교통/물류망 구축
평택-오송 복복선화	3.1	평택~오송	
대전 도시철도 2호선(트램)	0.7	-	지역주민의 삶의 질 제고
도봉산 포천선	1.0	옥정~포천	
동해선 단선 전철화	0.4	포항~동해	

자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

제2차 서울시 도시철도망 구축계획은 총 7.2조(국비 2.4조, 시비 3.9조, 민자 0.9조)규모의 사업으로 10개 노선(경전철 신설 6개, 기존선 개량 2개, 기존선 연장 2개)에 대한 투자를 주요 내용으로 하고 있다. 기확정된 노선들(동북선, 신림선, 위례신사선 등)에 대한 사업비까지 포함할 경우 서울시에서 자체적으로 투입하는 사업비만 연 7,000억원(신규 4,000억원 + 기확정 3,000억원) 수준에 달한다. 이미 착공에 들어간 신림선과 올해 착공이 예상되는 동북선과 위례신사선을 시작으로 투자 확대가 본격화될 것으로 판단한다.

주목할 점은 적절한 민간사업자를 찾지 못해 지지부진했던 4개 사업(면목선, 난곡선, 우이신설연장선, 목동선)과 강북횡단선, 개량 2개사업(4호선 급행, 5호선 직결화)을 재정사업으로 추진하는 점이다. 서울시의 투자 확대에 대한 의지가 반영된 것으로, 가장 큰 걸림돌이었던 예산 확보 문제가 일단락된 만큼 사업 추진에 속도가 붙을 것으로 판단된다. 민자사업으로 추진중인 동북선, 서부선, 신림선, 위례신사선 등에 대해서도 절차 진행의 속도를 높일 계획이다.

표4. 서울시 도시철도망 구축계획

사업명	사업비(조원)	구간	연장(km)	비고
강북횡단선	2.1	목동~청량리	25.72	신설
우이신설연장선	0.3	우이동~방학동	3.5	
면목선	1.0	청량리~신내동	9.05	
난곡선	0.4	보라매공원~난향동	4.08	
목동선	1.2	신월동~당산역	10.87	
서부선(완/급행)	1.6	새절~서울대입구역	15.77	연계/연장/강화
서부선 남부연장	0.1	서울대입구역~서울대정문	1.72	
신림선 북부연장	0.05	셋강역~서부선	0.34	
4호선 급행화	0.2	당고개~남태령	-	기존선 개량
5-5호선 직결화	0.3	둔촌동역~굽은다리역	-	
9호선 4단계 추가연장	-	고덕강일~강일	1.5	조건부
난곡선금천연장	-	난향동~금천구청역	4.47	후보
7호선 급행화	-	장암~부평구청	57.10	

자료: 서울시, 케이프투자증권 리서치본부

철도 | 남북 철도시장에 부는 봄바람

그림5. 제1차 서울시 도시철도망 구축계획



자료: 서울시, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 제2차 서울시 도시철도망 구축계획



자료: 서울시, 케이프투자증권 리서치본부

올해 국내 철도 시장 규모 8 조원 예상

올해 국내 철도 시장 규모는 약 8조원 수준으로 형성될 것으로 판단한다. 제3차 국가 철도망 구축계획에 기반한 시장규모는 약 6.9조원('16~'20년 투입 예산 34.7조)이다. 하지만 정부의 철도 투자 확대 의지를 감안할 때 실제 시장 규모는 15% 이상 더 클 것으로 전망한다.

올해 신규 추진되는 사업들 중 가장 가시성이 높은 사업은 GTX-A와 신안산선이다. 일정 단축에 따라 GTX-A는 상반기, 신안산선은 하반기부터 공사가 본격화될 것으로 예상된다. 준공일정 감안 시 2개 사업에서만 올해 약 1조원 수준의 시장이 창출될 것으로 판단된다.

국내 철도 시장의 성장 속도는 '20~'21년을 지나면서 더욱 빨라질 전망이다. GTX-B/C 노선을 비롯, 국가 균형발전 프로젝트를 통해 예비 타당성 조사를 면제받은 8개 철도사업(13.4조원 규모)과 서울 도시철도 신규 사업들이 2020년부터 순차적으로 가시화 될 것으로 예상되기 때문이다.

CAPE

철도, 남북경협 1 순위

남과 북 모두 원원할 수 있는 분야

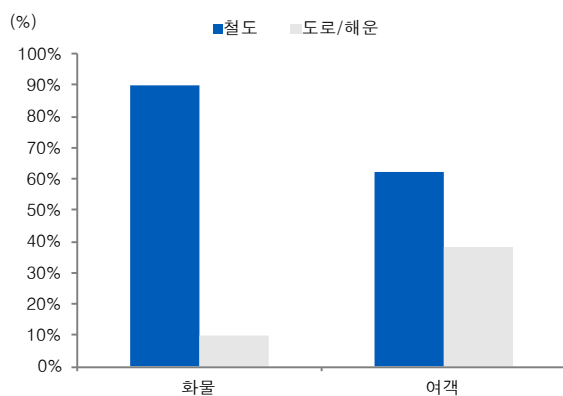
철도 사업은 남북 관계 개선 국면에서 항상 경제협력 1순위 분야로 거론되어 왔다. 과거 두 차례 남북정상회담('00년, '07년)에서 철도 사업은 금강산 관광, 개성공단과 함께 대표 경협사업 중 하나였으며, 문재인 정부 취임 이후 열린 세 차례 남북정상회담에서도 철도 경협은 빠짐 없이 등장하였다. 남과 북이 이처럼 철도 경협에 집중하는 이유는 양측 모두에게 기대되는 경제적 효용이 분명하기 때문이다.

운행 효율 정상화가 시급한 북한

북한이 철도 경협을 통해 얻을 수 있는 효용은 열차 운행 효율의 정상화다. 철도는 북한 경제에서 중추적인 역할을 담당하는 핵심 운송수단이다. 한국철도공사의 자료에 따르면 북한의 철도 수송 분담율은 화물의 경우 90%, 여객의 경우 62%에 달하는 것으로 파악된다. 화물과 여객 모두 대부분의 이동이 철도를 통해 이루어지고 있는 셈이다. 이는 산지가 많은 지형 특성상 도로나 해상운송보다 철도운송이 더 적합해 우선적으로 투자가 이루어졌기 때문이다. 현재 북한 철도의 총 연장길이는 5,226km('16년 기준)로 남한의 1.3배 수준에 달한다.

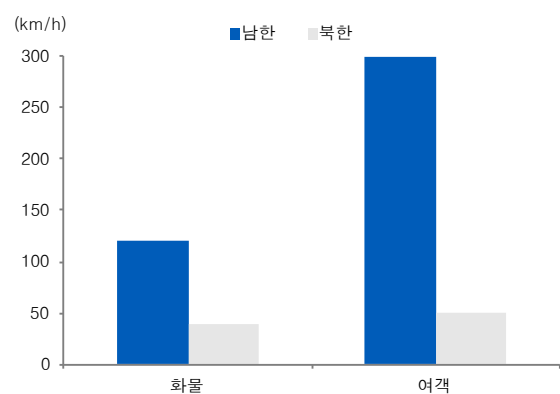
북한 경제에서 철도가 차지하는 비중이 절대적임에도 불구하고 운송 효율은 지속적으로 하락하고 있는 것으로 파악된다. 현재 북한 주요 철도노선의 표정속도는 20~60 km/h로 남한(70~100km/h)에 비해 현저히 느린 수준이며, 구간에 따라 20km/h에 미치지 못하는 경우도 있어 제 기능을 못하는 상황이다. 가장 큰 원인은 설비 노후화 및 유지/보수 미흡이다. 철도 개량 및 현대화가 시급하지만 자체적으로는 투자비를 감당할 여력이 되지 않기 때문에 경협에 대한 의지가 높은 것으로 판단된다.

그림7. 북한 철도 수송분담율



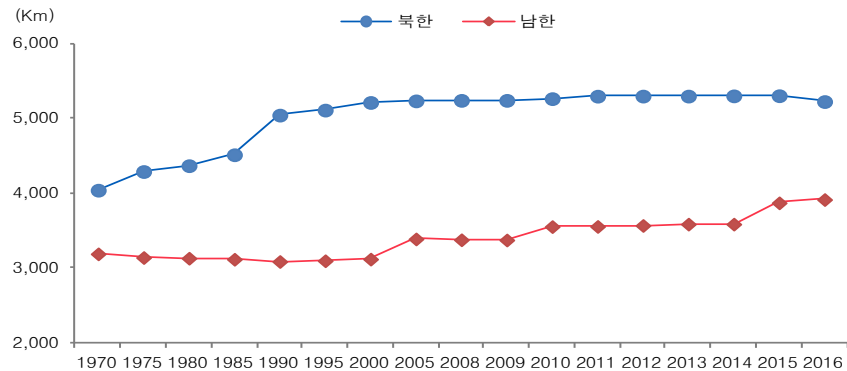
자료:한국철도공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 남북 열차 최고속도 차이



자료: 한국철도공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 남북 철도 총연장 추이



자료: 한국철도학회, 케이프투자증권 리서치본부

유라시아 철도 연결을 꿈꾸는 남한

남한이 철도경험을 통해 얻을 수 있는 경제적 효용은 단순히 관련 업체들이 인프라 투자 수혜를 받는 것에 그치는 것이 아니다. 장기적으로 남북 철도 연결을 통해 유라시아 횡단철도(TSR, TCR, TMGR, TMR)의 이용이 가능해지는 것을 의미한다. 지난해 6월 국제철도협력기구에 가입한 것 또한 이를 염두에 둔 것으로 해석된다. 현재 북한 철도망은 중국 철도 3곳, 러시아 철도 1곳과 연결되어 있어 군사분계선 주변 단절 구간 연결 및 북한 철도 현대화 작업만 적절히 이루어지면 바로 이용이 가능하다.

남북철도 연결을 통해 얻어지는 경제 효과는 수백조원에 달할 것으로 추정된다. 철도운송이 기존의 복합운송(해상운송+철도운송) 대비 시간과 비용 측면에서 모두 우위에 있기 때문에 상당한 비용 절감이 예상된다. 1TEU(20피트 컨테이너 1개)를 기준으로 철도운송 비용은 복합운송 대비 약 37% 저렴하며, 소요 시간 또한 40% 이상 단축되는 것으로 파악된다(부산~브레스트(독) 가정).

그림10. 남북 철도 연결의 의미



자료: 연합뉴스, 외교부, 한국철도공사, 케이프투자증권 리서치본부

표5. 유라시아 대륙 철도 현황

구분	구간	거리
시베리아횡단철도(TSR)	블라디보스토크 ~ 모스크바	9,297km
중국횡단철도(TCR)	렌윈강 ~ 자우랄리에 ~ 이후 TSR과 연결	8,613km
몽고횡단철도(TMGR)	톈진 ~ 울란우데 ~ 이후 TSR과 연결	7,753km
만주횡단철도(TMR)	투먼 ~ 카림스카야 ~ 이후 TSR과 연결	7,721km

자료: 한반도신경제센터, 케이프투자증권 리서치본부

표6. 북한 국제열차 운행현황

구분		평양~베이징	평양~중국~모스크바	평양~모스크바
총연장 (북한지역)		1,349km (227km)	8,680km (227km)	10,309km (862km)
정차역수 (북한 : 외국)		13개 (6 : 7)	20개 (3 : 5 : 7)	21개 (8 : 13)
내용	북한→외국	22시간	6일 13시간	9일 2시간 15분
	외국→북한	23시간	6일 12시간 40분	8일 14시간 40분
내용	북한→외국	72km/h	63km/h	55~60km/h
	외국→북한	56km/h	62km/h	44km/h

자료: 통합철도망 구상 연구용역, 한국철도공사, 케이프투자증권 리서치본부

표7. 운송방식별 요금 및 소요 시간

운송방식	운송구간 (부산~Brest)	운송거리	운송일수	운송요금(1TEU당)
현재(해상/TSR 복합운송)	해상운송(부산항~보스토크니치항) 철도운송(TSR~Brest)	11,246km	30~35일	\$2,700
현재(해상/PETN 복합운송)	해상운송(부산항~로테르담항) 철도운송(PETN~Brest)	21,200km	26일	\$2,000
철도운송(경의선/TSR)	부산~TSR~브레스트	11,534km	20일	\$1,700

자료: 러시아 하원, 케이프투자증권 리서치본부

북한 철도의 실제 : 노후화 심각

북한 철도의 노후화 상태는 심각한 수준인 것으로 판단된다. 경의선과 동해선을 시찰한 남북철도공동조사단(18.11.30~18.12.17)에 따르면 노후화로 인해 대부분의 구간에서 30km/h 수준의 저속운행을 하고 있으며, 일부 구간에서는 열차 운행이 불가능한 것으로 파악된다. 경의선과 동해선은 북한 철도의 양대 축으로써 비교적 관리에 신경을 쓴 편임을 감안하면 타 노선의 노후화 정도는 더욱 심각할 것으로 예상된다.

북한 철도의 현 상태를 고려할 때 현대화를 위해서는 1) 선로, 2) 신호 및 통신체계, 3) 전력, 4) 열차 등 시스템 전반에 걸친 개량이 필요할 것으로 판단된다.

1) 선로 : 열차 속도를 떨어트리는 가장 큰 원인은 선로에 있다. 북한 철도는 목적목의 비중이 90% 수준으로 부식이 진행된 구간이 많고, 레일의 마모/훼손도 심각한 것으로 파악된다. 또한 철길다짐작업도 미흡해 탈선 위험 때문에 저속운행을 할 수밖에 없는 상황이다. 추가적으로, 대부분의 구간이 단선(상/하행 동일 선로 이용, 복선화율 3%)인 점도 열차 운행 효율을 떨어트리는 원인이다.

2) 신호 및 통신체계 : 낙후된 반자동식 신호 체계가 사용되고 있다. 현재 국내에서는 모두 사라진 완목신호기를 여전히 철도 전구간에서 사용하고 있으며, 통신선의 경우 지중(地中) 방식이 아닌 가공선을 이용하고 있다. 특히 목재전신주를 사용하고 있어 부식 상태도 심각한 것으로 파악된다. 낙후된 신호/통신 체계로 인해 열차 운행효율이 떨어지고 사고 발생 빈도도 높아 현대화가 필수적인 상황이다.

3) 전력 : 전철화율은 80%(남한 70%)로 높은 수준이나, 경제사정으로 전력 공급이 원활하게 이루어지지 못해 디젤기관차가 이용되는 경우가 많다. 지난 2월 북미정상회담 때 북한 1호열차에 디젤기관차가 이용된 것도 북한의 불안정한 전력 시스템을 방증하는 것이라 판단된다. 그러나 디젤기관차의 에너지효율은 전기기관차에 비해 30~50% 수준에 불과하다. 따라서 운행 효율을 고려했을 때 전력 시스템 개보수를 통한 전기기관차 이용이 필수적일 것으로 판단된다.

4) 열차 : 열차 노후화도 심각한 수준으로 판단된다. 한국철도기술원 자료에 따르면 북한의 열차 보유 대수는 약 22,000여대로 남한 대비 20% 이상 많다. 그러나 노후화된 차량이 많아 실제 운행이 가능한 기관차의 대수가 턱없이 모자란 상황으로 그에 따른 운행 지연이 심각한 것으로 파악된다. 일부 전철화 되지 않은 구간에서는 일제시대부터 사용된 증기기관차가 운행되는 경우도 있다. 경험 구체화 시 신규 철도차량에 대한 수요도 높을 것으로 판단된다.

철도 | 남북 철도시장에 부는 봄바람

그림11. 철근콘크리트 침목(PC침목)



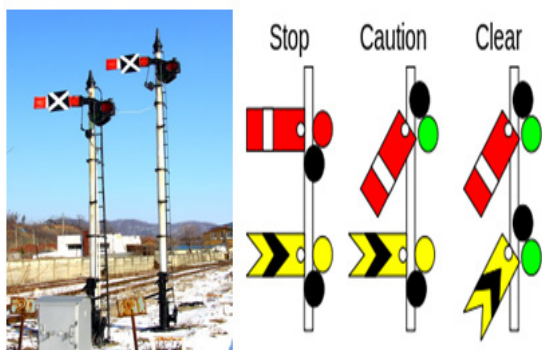
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림12. 북한 철도 목침목



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 완목 신호기



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 북한 지역 나무 전신주



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 관리가 미흡한 북한 철도



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 북한 증기기관차



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표8. 남북한 철도 현황 비교

구분	남한	북한
운영조직	한국철도공사(운송) 한국철도시설공단(시설공사)	철도성
노선현황	총 88개 노선	총 100여개 노선
전철화율	60.0%	80.4%
복선화율	49.3%	3%
열차 최고속도	여객 : 300km/h 화물 : 120km/h	여객 : 50km/h 화물 : 40km/h
차량보유현황	18,248량	22,447량
디젤기관차 사양	최대 3,000마력, 중량 22톤	최대 2,500마력, 중량 20.5톤
전기기관차 사양	교류 25,000V 출력 3,900KW	직류 3,000V 출력 2,120~4,240KW
운행 기관차	디젤기관차, 디젤동차, 전기기관차, 전기동차	전기기관차, 증기기관차, 내연기관차

자료: 한국철도기술연구원(2010), 케이프투자증권 리서치본부

현실적 남북 철도경협 시나리오는?

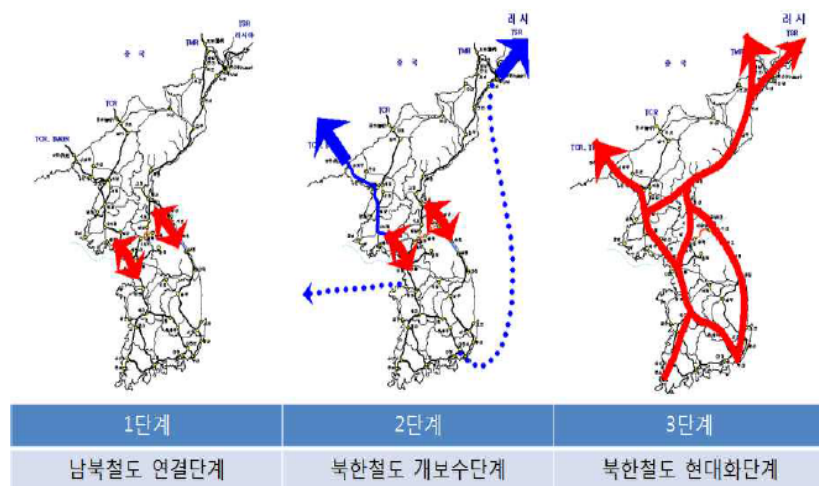
남과 북은 3차 정상회담에서 합의했던 내용대로 지난 12월 26일 남북철도연결착공식을 개최한 바 있다. 그러나 실제로 경협이 진행되기 위해서는 유엔 안보리의 대북 제재 해제가 선결 과제다. 북한의 비핵화 의지에 의문부호가 붙은 현 시점에서 대북 제재 해제까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 판단된다. 추가적으로, 대북 제재가 해제되어 착공에 들어가더라도 북한 철도 전구간 복선화 혹은 고속철도화는 Capex 규모를 감안했을 때 비현실적이다. 우리는 현 시점에서 가능성 높은 현실적 경협 시나리오들을 점검해보고자 한다.

시나리오1 : 남측 동해북부선(강릉~제진) 연결 사업

현 시점에서 가장 가시성 높은 시나리오는 남측 동해선 단절 구간(강릉~제진, 104.6km) 연결 사업이다. 남한 지역에 국한된 공사이기 때문에 대북 제재와 무관하게 진행될 수 있다는 장점이 있다. 지난 1월 발표된 예타 면제 사업에서 제외된 점이 걸림돌이나, 제 3차 국가철도망 구축계획(2016~2025)에 포함된 구간이며 동해선 연결이 갖는 상징성을 감안할 때 타당성 조사 통과 가능성은 높을 것으로 판단한다.

한국철도시설공단은 동해북부선 연결 예산으로 총 2조 3,490억원을 배정한 바 있다. 1km당 225억원 수준으로 단선철도 신규 구축 시 보통 1km당 200~250억원 내외의 예산이 편성되어 온 점을 감안하면 합리적인 수준인 것으로 판단된다. 예상 공사 기간은 7년으로 동해북부선 프로젝트 1개를 통해 연평균 3,400억원 수준의 신규 시장 창출 효과가 있을 것으로 예상된다. 국내 철도 시장 규모가 연 6.9조 수준(제 3차 국가철도망구축 계획 기준)인 점을 감안하면 약 4.9% 비중을 차지하는 대규모 프로젝트이다.

그림17. 남북 철도 경협 단계별 시나리오



자료: 한국철도공사, 케이프투자증권 리서치본부

철도 | 남북 철도시장에 부는 봄바람

그림18. 동해선 미연결 구간(강릉~제진)



자료: 국토교통부, 한국교통연구원, 케이프투자증권 리서치본부

그림19. 동해선 단절로 미사용 중인 터널



자료: 언론보도, 케이프투자증권 리서치본부

표9. 동해북부선 유사 프로젝트 예산 편성 현황

(단위: km, 억원)

노선	구간	길이	예산규모	1km당 예산
중부내륙선	이천~문경	93.2	22,514	242
포승평택선	포승~평택	30.3	6,862	226
동해선	포항~삼척	166.3	33,141	199
군장산단선	대야~군장국가산업단지	28.6	6,220	217
경원선	동두천~연천	20.8	4,606	221
경강선	여주~원주	22.0	5,299	241
춘천속초선	춘천~속초	94.0	22,305	237
울산신항선	망양~울산신항	9.3	2,129	229
포항신항선	포항~포항영일만신항	9.3	1,702	183

자료: 한국철도시설공단, 케이프투자증권 리서치본부

표10. 유엔 안보리 대북제재 결의안(2016년 이후)

	UNSCR 2270	UNSCR 2321	UNSCR 2371	UNSCR 2375	UNSCR 2397
결의일	'16.3.2	'16.11.30	'17.8.5	'17.9.11	'17.9.11
관련 사건	4차 핵실험 (16.1.6)	5차 핵실험 (16.9.9)	ICBM미사일 발사 (17.7.3, 17.7.28)	6차 핵실험 (17.9.3)	ICBM미사일 발사 (17.11.28)
대북제재 주요내용	대북 수입 금지 (무연탄, 철, 희토류) 대북 수출 금지 (항공유)	대북 수입 금지 (무연탄, 은, 동, 아연, 니켈) 화물제재 금융제재	대북 수입 금지 (무연탄, 철, 납, 수산물) 해파 노동자 고용금지 경험 금지	대북 수출 제한 (정제유, 원유, LNG 등) 대북 수입 금지 (직물 및 의류) 해파 노동자 고용 금지 경험 금지 화물 제재	대북 수출 제한 (정제유, 원유, 기계류) 대북 수입 금지 (식품, 농산물, 기계류 등) 해파 노동자 고용 금지 경험 금지

자료: 대외경제정책연구원, 케이프투자증권 리서치본부

시나리오2 : 북측 경의선, 동해선 개량 (단선 유지)

대북 제재 해제를 가정했을 때 실현 가능성이 가장 높은 경험 시나리오는 공동시찰을 마친 경의선과 동해선에 대한 개량사업이다. 복선 및 고속철도화는 시간과 비용 측면에서 가능성이 적기 때문에 기존 단선 체제를 유지한 상태에서 선로/노반/신호/전력 등 시스템 전반에 걸친 현대화 작업이 진행될 것으로 판단한다.

현대화 작업에 소요될 것으로 예상되는 합리적 비용은 총 9.6조원(경의선 3.3조, 동해선 6.3조) 수준일 것으로 판단한다. 산출 근거는 신규 구축이 아닌 개량 사업인 점을 감안, 1km당 80.5억원을 적용하였다. 80.5억원은 2014년 북러 철도 보수 및 현대화 프로젝트(포베다 프로젝트)에서 책정되었던 1km당 평균 소요비용이다. 현재 국내에서 진행중인 프로젝트들에 빚대어 봐도 신규 구축이 아닌 개량 사업의 경우 1km당 60~100억원 내외의 예산이 편성 되어있다. 이 점을 감안하면 경의선과 동해선 현대화 예상 비용 9.6조원은 합리적 수준이라 판단된다.

표11. 포베다 프로젝트(2014) 세부사항

구분	내용
국가	북한(노동력 제공) 러시아(기술 및 설비 제공)
프로젝트 착공식	2014년 10월 21일
프로젝트 기간	2014년 10월부터 20년간
프로젝트 내용	북한지역 철도망 3,500km 현대화 (터널, 교량 및 역 주변 개량 포함)
프로젝트 투자규모	250억 달러+광산개발권(희토류, 니켈, 아연 등)
현 상태	대북 제재에 따라 중단(17)

자료: 언론보도, 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 남북철도공동조사(2018)



자료: 언론보도, 케이프투자증권 리서치본부

남북 철도 경협 예상 수혜주

다원시스(068240), 도화엔지니어링(002150), 삼호개발(010960) 추천

남북 철도 경협 본격화 시 수혜가 예상되는 업체들로 다원시스(068240), 도화엔지니어링(002150), 삼호개발(010960)을 추천한다. 세 업체들 모두 기존 사업만으로도 안정적 성장이 가능하며, 남북 경협이 실제로 구체화 될 경우 플러스 알파의 추가 성장이 예상되는 업체들이다. 그러나 이들의 현 주가는 보유한 자산 가치만으로도 부담없는 접근이 가능한 수준이며, 지난 2월 북미정상회담 이후 평균 16% 이상 하락함에 따라 매수 매력도는 더욱 높아진 상황이다.

일반적으로, 철도 프로젝트 진행 시 전체 예산 중 약 10%가 엔지니어링(설계 및 감리), 약 70%가 토목공사, 약 20%가 차량구입 및 기타비용으로 소요되는 것으로 파악된다. 당사 추천 종목들은 차량제조, 엔지니어링, 토목공사 각 분야에서 안정적 사업을 영위하고 있으며 풍부한 레퍼런스를 보유하고 있는 업체들이다.

먼저, 다원시스(068240)는 전동차 자체 제작이 가능한 국내 2개 업체 중 하나로 과점적 위치에 있는 사업자다. 특히 남북 철도의 전류 차이(남한 교류 25,000V, 북한 직류 3,000V)를 해결해 줄 수 있는 전원장치 기술을 보유하고 있어 경협 구체화 시 북한의 노후 열차 교체 수혜에 따라 가파른 실적 성장이 예상된다. 그러나 대북 사업을 제외하더라도 국내 전동차 수요를 기반으로 매년 30% 수준의 고성장이 예상되며, 보유 자산가치(부동산 및 금융상품, 3Q18말 기준)만 감안해도 1,600억원에 달해 긍정적 접근이 가능한 구간이라 판단한다.

도화엔지니어링(002150)은 국내 1위 엔지니어링 업체로 풍부한 철도 엔지니어링 경험을 보유하고 있어, 경협 구체화 시 기초 설계, 감리 및 건설관리 등의 엔지니어링 분야에서 수혜가 가능할 것으로 판단된다. 그러나 대북 사업을 제외하더라도 GTX 수주를 포함 수주잔고가 약 1조원에 달해 안정적 성장이 가능하다. 보유 자산가치(부동산 및 금융상품, 3Q18말 기준)는 2,400억원에 이른다.

삼호개발(010960)은 국내 토공분야 시공능력 1위 업체로 철도 분야에서도 풍부한 토공 레퍼런스를 보유하고 있다. 대부분의 국내 대형 건설사들을 원도급 업체로 보유하고 있어 남북 경협 구체화 시 수혜가 유력하다. 특히 가장 많은 비중의 예산이 선로 현대화에 투입될 것으로 예상되는 만큼 수혜 규모도 클 것으로 판단한다. 현 수주잔고 7,000억원 수준으로 대북 사업을 제외하더라도 안정적 성장 가능한 상황이며, 보유 자산가치(부동산 및 금융상품, '18말 기준)는 1,900억원에 달한다.

기업분석

다원시스 (068240KQ Buy 신규 TP 18,000원 신규)	42
도화엔지니어링 (002150KS NR)	50
삼호개발 (010960KS NR)	54

Analyst 김광진 · 02)6923-7339 · 100890@capefn.com

다원시스 (068240KQ | Buy 신규 | TP 18,000원 신규)**대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다**

다원시스는 특수전원장치 전문 업체로 현대로템에 이어 전기차 제작이 가능한 국내 유일의 업체입니다. 전기차 수주 증가로 올해부터 가파른 실적 성장이 가능하며, 남북 경험까지 본격화 될 경우 성장 속도는 더 빨라질 것으로 판단합니다.

특수전원장치에서부터 전기차 제작까지

- 다원시스는 특수전원장치(일반 상용전원→특수 전원 변환) 전문업체로 핵융합발전, 가속기, 전기차, 플라즈마, 전자유도가열 등 다양한 특수 산업군에 전원장치 공급
- 2012년 전원장치 기술을 기반으로 전기차 전장품(인버터, 스위칭박스 등) 시장 진출. 2017년 전기차제조업체 (주)로윈(현대로템 하청) 합병으로 경쟁력 강화. 현대로템에 이어 전기차(완성차) 자체 제작이 가능한 국내 유일의 업체
- 3Q18누적 매출비중은 전기차 59%, 핵융합 9%, 플라즈마 13%, 전자유도 5%, 정류기 및 기타 14%로 구성

올해부터 전기차 실적 성장 본격화. 남북 경험 수혜 가능성은 플러스 알파

- 올해 예상실적은 매출액 1,667억원(+29.5%, YoY), 영업이익 119억원(+37.2%, YoY) 전망
- 지난해 수주된 전기차 물량만 약 4,800억원 수준으로 올해 약 1,060억원이 매출로 인식될 전망. 신규수주를 고려하지 않더라도 내년부터 전기차 부문에서만 약 40%씩 성장 가능('20년 1,500억원, '21년 2,100억원 예상)
- 국내 전기차 시장은 매년 1조원 규모(노후 전기차 교체 수요 5,000억원 + 신규 수요 5,000억원)에 달하나 시장 과점화에 따라 공급자는 제한적인 상황으로 안정적 수주가 가능한 구조
- 남북 철도경협 수혜 가능성은 플러스 알파. 경험 구체화 시 노후 전기차 교체 수혜 뿐만 아니라 남북한 전류차이(남한 교류 25,000V, 북한 직류 3,000V)를 해결해줄 전원장치 수혜도 가능

투자이견 BUY, 목표주가 18,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가 18,000원은 '19년, '20년 평균 BPS 8,317원에 Target PBR 2.2X 적용하여 산출
- Target PBR은 '18년 글로벌 철도차량 PEER(CRRC, ALSTOM, CAF, Siemens, Ansaldo)의 평균

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018P	2019E	2020E
매출액	(십억원)	74	111	129	167	214
영업이익	(십억원)	9	9	9	12	17
영업이익률	(%)	12.5	7.9	6.8	7.2	7.8
지배주주순이익	(십억원)	7	6	8	11	15
EPS	(원)	294	261	301	416	591
증감률	(%)	-29.9	-11.4	15.6	38.0	42.1
PER	(배)	44.0	63.5	49.0	35.5	25.0
PBR	(배)	2.3	2.3	1.9	1.8	1.7
ROE	(%)	5.0	3.4	2.7	4.3	6.0
EV/EBITDA	(배)	27.7	30.4	27.5	23.6	19.5
순차입금	(십억원)	24	78	66	58	58
부채비율	(%)	71.1	95.9	84.3	96.6	102.1

CAPE

Valuation

전동차 부문이 성장 견인

다원시스에 대해 목표주가 18,000원과 투자 의견 'BUY'로 커버리지를 개시한다. 목표주가 18,000원은 '19년과 '20년 평균 BPS 8,317원에 Target PBR 2.2X를 적용하여 산출하였다. Target PBR은 글로벌 철도차량 제조업체(CRRC, ALSTOM, CAF, Siemens, Ansaldo)의 '18년 평균치이다. 1) 동사가 현대로템과 함께 연간 약 1조원 수준의 국내 철도차량 시장을 양분하는 과점사업자로서 안정적인 수주가 가능하다는 점, 2) 전동차 외 매출 가시화가 임박한 원전 방사성 폐기물 처리설비, 그리고 OLED 증착장비, 의료용 가속기 등 다양한 신규 사업을 준비하고 있다는 점을 감안할 때 합리적 수준이라 판단한다.

2019년 예상실적은 매출액 1,667억원(+29.5%, YoY), 영업이익 119억원(+37.2%, YoY), 지배주주순이익 109억원(+41.5%, YoY) 달성이 가능할 것으로 전망한다. 지난해 수주된 4,800억원 수준의 전동차 물량이 올해부터 매출로 반영되며 실적 성장을 견인할 것으로 판단한다. 전동차 관련 매출은 '19년 1,065억원 → '20년 1,504억원 → '21년 2,108억원으로 가파른 상승이 예상된다.

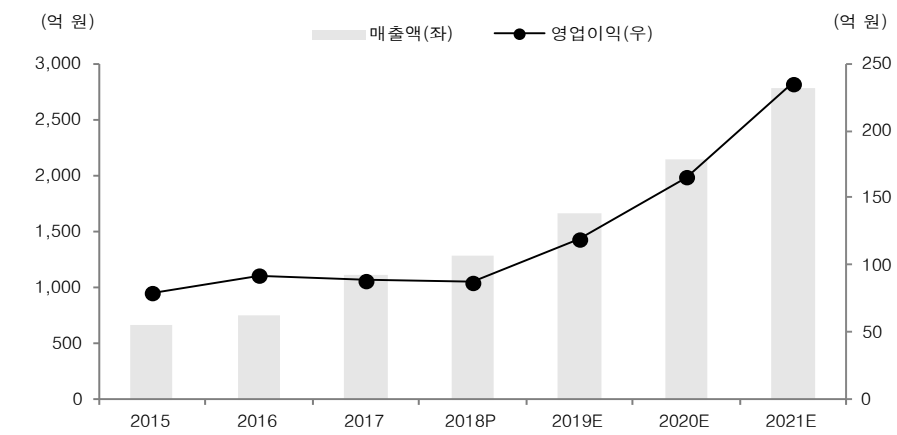
표1. 다원시스 Valuation

(단위: 원, 배, %)

구분	추정가액	비고
BPS(원)	8,317원	2019년, 2020년 예상 BPS 평균
Target PBR(배)	2.2	글로벌 Peer '18년 PBR 평균
목표주가(원)	18,000원	
현재주가(원)	14,750원	3/25 종가 기준
Upside(%)	22.0%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 다원시스 매출액 및 영업이익 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

다원시스 | 대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다

표2. 다원시스 분기별 실적 추이(연결)

(단위: 억원, %)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	Y2019E	Y2020E	Y2021E
매출액	263.7	356.2	271.4	396.1	338.1	414.4	458.3	456.1	1,666.9	2,136.1	2,785.0
핵융합	26.3	34.9	23.2	38.1	36.6	37.0	41.5	44.8	160.0	148.8	152.6
플라즈마	18.8	59.9	33.9	31.8	33.8	40.5	48.2	47.8	170.3	179.8	187.4
전자유도	0.5	4.2	35.6	42.0	21.2	22.3	23.0	19.2	85.6	109.6	127.2
전동차	181.3	217.4	129.8	245.2	205.1	266.4	292.2	301.6	1,065.3	1,504.4	2,107.8
정류기 외 기타	36.8	39.7	49.0	39.0	41.4	48.2	53.4	42.6	185.6	193.5	209.9
YoY%	26.4	10.5	-17.7	56.2	28.2	16.3	68.8	15.1	29.5	28.1	30.4
핵융합	N/A	7.5	-59.0	-32.8	39.1	6.1	79.1	17.7	30.6	-7.0	2.6
플라즈마	-52.5	57.3	-24.0	-20.3	80.3	-32.5	42.4	50.4	18.0	5.6	4.2
전자유도	-81.2	30.9	499.8	361.1	4,428.3	429.9	-35.5	-54.4	4.1	28.0	16.1
전동차	40.9	-2.1	-29.5	90.1	13.1	22.5	125.1	23.0	37.7	41.2	40.1
정류기 외 기타	-2.9	49.9	26.4	105.9	12.4	21.4	9.0	9.2	12.8	4.2	8.5
매출원가	178.3	264.2	183.1	285.0	241.2	294.5	325.6	322.9	1,184.3	1,508.5	1,960.5
YoY%	36.9	19.0	-18.9	64.1	35.3	11.5	77.9	13.3	30.1	27.4	30.0
매출원가율%	67.6	74.2	67.4	71.9	71.3	71.1	71.1	70.8	71.0	70.6	70.4
판매비	66.1	63.8	68.5	91.7	74.3	89.1	98.4	101.6	363.4	461.9	589.6
YoY%	14.9	-5.1	-6.0	18.7	12.4	39.6	43.6	10.9	25.3	27.1	27.6
판매비율%	25.1	17.9	25.2	23.1	22.0	21.5	21.5	22.3	21.8	21.6	21.2
영업이익	19.3	28.2	19.9	19.5	22.6	30.7	34.3	31.6	119.2	165.7	234.9
YoY%	-7.4	-15.2	-36.7	608.7	16.8	8.9	72.2	62.4	37.2	38.9	41.8
영업이익율%	7.3	7.9	7.3	4.9	6.7	7.4	7.5	6.9	7.2	7.8	8.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

다원시스 | 대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다

표3. Peer Group Valuation					(단위: 십억원, 배)
	지멘스	CRRC	ALSTOM	CAF	ANSALDO
국가	독일	중국	프랑스	스페인	이탈리아
시가총액(십억원)	99,449.9	42,836.8	10,771.5	1,839.1	N/A
매출액(십억원)					
2017A	104,653.6	34,988.5	10,323.3	1,885.6	1,737.4
2018A	108,241.6	36,783.0	10,478.1	2,661.0	1,812.6
2019E	110,058.5	42,194.7	11,001.1	3,217.7	1,878.3
영업이익(십억원)					
2017A	9,563.2	2,228.1	494.7	186.0	121.7
2018A	8,063.0	2,778.9	697.4	187.3	N/A
2019E	10,330.6	3,336.6	775.4	239.6	N/A
PER					
2017A	16.0	31.9	18.1	27.6	37.5
2018A	14.0	23.7	18.4	28.5	39.7
2019E	13.9	22.3	15.3	16.6	N/A
PBR					
2017A	2.2	2.9	1.9	1.6	3.3
2018A	1.7	2.1	2.0	1.7	3.5
2019E	1.6	2.0	2.0	1.7	N/A
EV/EBITDA					
2017A	11.4	18.2	16.0	8.3	18.1
2018A	11.7	11.1	12.9	8.5	N/A
2019E	9.2	9.7	11.3	7.6	N/A

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

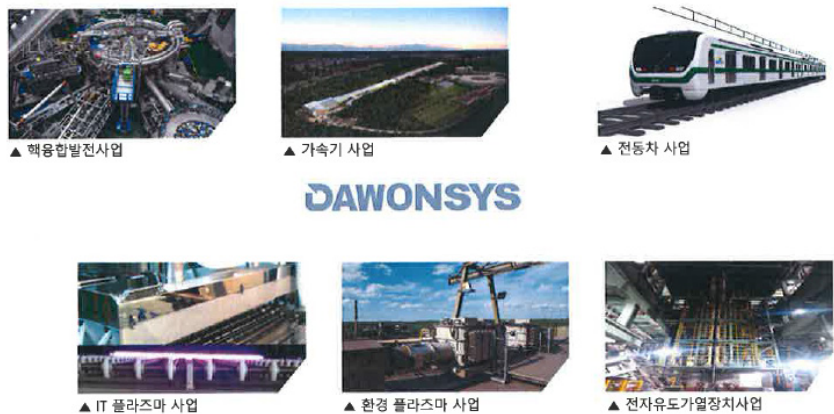
전동차 시장의 강자

국내 시장 매년 1조원 규모로 형성. 대북사업은 플러스 알파

다원시스는 현대로템에 이어 전동차(완성차) 자체 제작이 가능한 국내 유일의 업체이다. '12년 서울 지하철 5호선 인버터 수주를 시작으로 철도차량 시장에서 꾸준히 레퍼런스를 쌓아왔으며, '17년 2월 (주)로인을 인수하면서 완성차 제작 기술까지 확보하게 되었다. 현재 현대로템과 함께 과점사업자로서 국내 철도차량 시장을 양분('18년 수주 금액 기준)하고 있다.

동사의 전동차 부문 매출은 올해 1,065억원, '20년 1,504억원, '21년 2,108억원으로 연평균 40% 이상씩 가파르게 성장할 것으로 판단한다. 이는 지난해 기수주된 물량(약 4,800억원 규모)만으로도 달성 가능한 보수적 수치이다. 국내 철도차량 시장 규모가 매년 1조원(노후 전동차 교체 수요 5,000억원 + 신규 수요 5,000억원) 내외로 형성된다는 점을 고려할 때 과점 사업자인 동사의 수주잔고는 지속 증가할 가능성이 매우 높다. 이를 대비하여 신규 공장 증설을 검토중인 것으로 파악되며, 빠르면 하반기부터 착공에 들어갈 수 있을 것으로 예상된다. 현재 동사의 전동차 생산 Capa는 연간 140~150대 수준으로 증설을 통해 생산능력을 2배 이상 확대할 계획을 갖고 있다.

그림2. 다원시스 사업영역



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

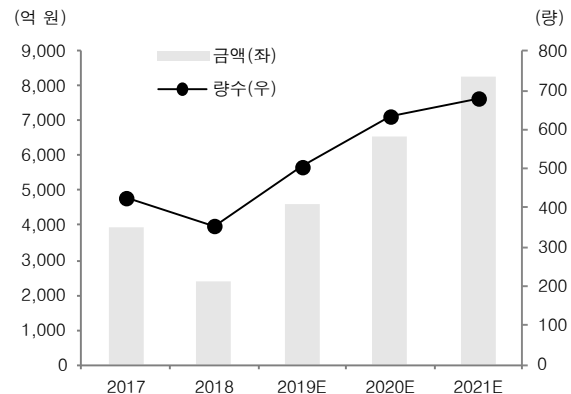
다원시스 | 대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다

그림3 전동차 주요 부품 내재화



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 국내 노후전동차 교체 발주 계획



자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

표4. 다원시스 주요 전동차 제작 수주 건

구분	수주 시기	수주금액(억원)	공급완료 시기	발주처
서울 지하철 7호선 석남연장	2017년	198억원	2020년	인천광역시
대곡~소사 복선전철	2018년	520억원	2021년	한국철도시설공단
서울 지하철 2, 3호선	2018년	1,408억원	2022년	서울교통공사
미안마 철도 현대화 사업	2018년	430억원	2020년	미안마 철도청
간선형전기동차(EMU-150)	2019년	2,460억원	2021년	한국철도공사

자료: Dart, 케이프투자증권 리서치본부

표5. 전동차 신규 발주계획(신설 라인)

구분	량 수	발주예정시기	예산금액(억원)	발주처
동해선	28량	2016년	479억원	한국철도공사
원주~제천 외 6개	1,165량	2017년~	1조 5,146억원	한국철도공사 외
우이~신설 외 3개	120량	2017년~	1,800억원	서울시
판교지구~정자역	30량	2017년~2021년	450억원	경기도
서부선 외 3개	120량	2017년~2021년	1,800억원	서울시
광명시흥선 외 7개	484량	2017년~2021년	6,292억원	경기도
국철 41개 노선	미정	2017년~2021년	미정	한국철도공사 외

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

다원시스 | 대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다

대북사업은 플러스 알파로 작용할 전망이다. 동사는 국내 시장만으로도 실적 고성장 가능성이 높으며, 철도 경협이 본격화 될 경우 약 2조원 수준의 신규 시장(시나리오 2 기준)이 형성될 것으로 판단한다. 동사의 수혜 가능성은 두 가지이다.

1) 노후 전동차 교체 수요 : 한국철도기술원 자료에 따르면 북한의 열차 보유 대수는 약 22,000여대로 남한 대비 20% 이상 많지만, 노후화가 심각해 실제 운행이 가능한 열차는 턱없이 모자란 것으로 판단된다. 일부 구간에서는 일제시대부터 사용되던 증기기관차가 여전히 운행되고 있는 만큼 열차 교체 수요는 클 것으로 판단한다.

2) 전원장치 수요 : 남북 철도가 연결되어도 남한은 교류 25,000V, 북한은 직류 3,000V를 사용하기 때문에 전류 차이를 해결해줄 수 있는 전원장치가 열차 내에 탑재되어야 운행이 가능하다. 동사는 관련 기술을 보유하고 있기 때문에 전원장치 수요에 대한 수혜도 가능할 것으로 판단한다.

그림5. 핵융합발전 전원장치

[ITER 공사현장]



[ITER핵융합 전원장치]



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 방사광 가속기 전원장치

[방사광 가속기]



[방사광 가속기 전원장치]



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

다원시스 | 대북도 좋지만, 본업만으로도 충분히 좋다

재무상태표

(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
유동자산	171	188	229	266
현금및현금성자산	17	17	24	22
매출채권 및 기타채권	81	93	121	151
재고자산	10	12	15	19
비유동자산	179	179	177	176
투자자산	16	16	17	19
유형자산	103	107	109	110
무형자산	60	55	51	47
자산총계	351	367	407	441
유동부채	105	98	125	141
매입채무 및 기타채무	16	19	24	31
단기차입금	37	44	44	44
유동성장기부채	40	21	21	21
비유동부채	67	70	75	82
사채 및 장기차입금	39	40	40	40
부채총계	172	168	200	223
지배기업소유자본	174	197	206	220
자본금	12	13	13	13
자본잉여금	93	109	109	109
이익잉여금	50	56	66	80
기타자본	18	18	18	18
비지배자본	6	3	1	-2
자본총계	179	199	207	218
총차입금	130	120	121	121
순차입금	78	66	58	58

포괄손익계산서

(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
매출액	111	129	167	214
증가율(%)	50.2	15.5	29.5	28.1
매출원가	75	91	118	151
매출총이익	36	38	48	63
매출총이익률(%)	32.6	29.3	29.0	29.4
판매비와 관리비	27	29	36	46
영업이익	9	9	12	17
영업이익률(%)	7.9	6.8	7.2	7.8
EBITDA	16	18	20	24
EBITDA M%	14.3	13.7	12.0	11.3
영업외손익	-2	-3	-2	-2
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-3	-3	-3	-3
기타영업외손익	1	0	1	1
세전이익	7	5	10	14
법인세비용	1	0	1	2
당기순이익	5	5	9	13
지배주주순이익	6	8	11	15
지배주주순이익률(%)	4.8	3.9	5.2	6.0
비지배주주순이익	-1	-3	-2	-3
기타포괄이익	22	0	0	0
총포괄이익	28	5	9	13
EPS 증가율(%, 지배)	-11.4	15.6	38.0	42.1
이자손익	-3	-3	-3	-3
총외환관련손익	0	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-19	5	16	7
영업에서 창출된 현금흐름	-15	8	20	12
이자 수취	1	0	0	0
이자 지급	-4	-4	-4	-4
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	0	0	-1	-2
투자활동 현금흐름	-21	-11	-8	-8
유동자산의 감소(증가)	2	-2	-2	-2
투자자산의 감소(증가)	-4	-1	-1	-1
유형자산 감소(증가)	-5	-8	-5	-5
무형자산 감소(증가)	-37	0	0	0
재무활동 현금흐름	40	5	-1	-1
사채및차입금증가(감소)	52	-10	1	1
자본금및자본잉여금 증감	13	17	0	0
배당금 지급	-1	-1	-1	-1
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	1	-1	7	-1
기초현금	18	19	19	26
기말현금	19	19	26	24
FCF	-25	-3	11	2

주요지표

	2017A	2018P	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	24,297	26,101	26,101	26,101
시가총액(십억원)	402	415	377	377
주가(원)	16,550	15,900	14,450	14,450
EPS(원)	261	301	416	591
BPS(원)	7,305	7,679	8,046	8,588
DPS(원)	50	50	50	50
PER(X)	63.5	49.0	35.5	25.0
PBR(X)	2.3	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA(X)	30.4	27.5	23.6	19.5
ROE(%)	3.4	2.7	4.3	6.0
ROA(%)	1.8	1.4	2.2	3.0
ROIC(%)	6.3	3.5	4.7	6.2
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3
부채비율(%)	95.9	84.3	96.6	102.1
순차입금/자기자본(%)	43.4	33.3	28.1	26.6
유동비율(%)	163.7	191.9	184.1	188.2
이자보상배율(X)	2.6	2.3	3.3	4.6
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5
매출채권 회전율	1.5	1.5	1.6	1.6
재고자산 회전율	15.8	11.8	12.5	12.6
매입채무 회전율	4.9	5.2	5.5	5.5

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김광진 · 02)6923-7339 · kwangjin.kim@capefn.com

도화엔지니어링 (002150KS | NR)

수주잔고 충분. 성장할 일만 남았다

도화엔지니어링은 국내 1위 엔지니어링 업체로 신규 수주 급증에 따라 올해부터 성장이 본격화될 것으로 판단합니다. 대북 사업은 추가 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 예상되며, 보유 자산가치가 2,400억원에 달하는 점 또한 긍정적입니다.

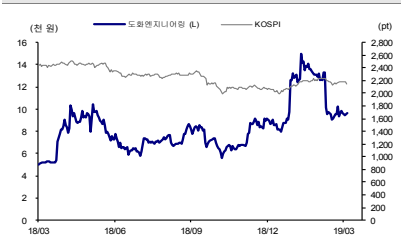
국내 M/S 1위 엔지니어링 업체

- 도화엔지니어링은 국내 1위 건설 엔지니어링 전문 업체. 엔지니어링이란 기획부터 타당성조사, 설계, 감리, 유지관리 까지 시공을 제외한 건설 프로세스 전 영역을 아우르는 개념. 동사는 설계 및 감리 영역에 특화
- 입찰 경쟁 시 레퍼런스가 가장 중요한 요소로 작용. 동사는 국내 M/S 1위 사업자로써 다양한 전방시장에서 프로젝트 경험을 보유하고 있어 매년 안정적인 수주가 가능. 주요 전방시장은 물산업, 철도, 발전 플랜트, 도로, 항만 등
- 3Q18 누적 매출비중은 설계 79%, 감리 18%, 기타 2%로 구성. 전방시장별 매출비중은 플랜트 32%, 물산업 22%, 도시 14%, 철도 9%, 인프라 24%로 구성

올해부터 성장 본격화. 국내외 수주 환경 양호

- 올해부터 실적 성장 본격화. 지난해 신규 수주액만 7,670억원(+43.1%, YoY)에 달해 현 수주잔고 1조원 육박. 최소 6,000억원 이상이 매출로 인식될 것으로 판단. 올해도 지난해와 유사한 수준의 신규 수주가 가능할 것으로 전망
- 수주 급증의 주 요인은 1) 국내 SoC 투자 증가, 2) 해외 수주 증가에 기인. 국내 SoC 예산은 '15년 이후 지속 감소하였으나 올해 0.8조원 증가하며 우호적 환경 조성. 올해 GTX-A 추가수주 유력하며, GTX-B/C, 위례신사선 등 민자 사업 추가 수주 가능성도 존재
- 동사는 성숙기에 접어든 국내 SoC 시장의 대안으로 '15년부터 해외 진출 주력. 해외 수주 금액은 '14년 540억원 수준에서 지난해 2,600억원 수준까지 증가. 일본, 동남아 지역 EPC(발전 플랜트), 아프리카 지역 SoC 수주 증가 추세
- 대북 사업은 새로운 성장 기회를 제공할 것. 철도경협이 본격화 될 경우 국내 1위 업체인 동사의 수혜가 유력. 내부적으로 TFT를 구성해 대비중인 것으로 파악. 일반적으로 전체 프로젝트 예산의 약 10%가 엔지니어링 비용으로 소요되는 점을 감안하면 철도 경협을 통해 창출될 것으로 예상되는 시장규모는 약 1조원 수준(시나리오 2 기준)

Stock Data



주가(3/25)	9,630원		
액면가	500원		
시가총액	325십억원		
52주 최고/최저가	14,950원/ 4,970원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-23.9	14.2	93.8
상대주가(%)	-20.8	24.6	118.3

경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018P	2019E
매출액	(억원)	2,750	3,247	3,990	4,025	6,100
영업이익	(억원)	45	149	165	173	275
영업이익률	(%)	1.7	4.6	4.1	4.3	4.5
순이익	(억원)	178	13	117	138	240
EPS	(원)	528	37	347	409	712
증감률	(%)	482.8	-92.9	837.8	17.9	74.0
PER	(배)	8.1	130.4	14.2	23.5	13.5
PBR	(배)	0.6	0.7	0.7	1.3	1.3
ROE	(%)	8.0	0.6	5.0	5.8	9.7
EV/EBITDA	(배)	13.3	7.1	6.8	-	-
순차입금	(억원)	-325	-328	-320	-	-
부채비율	(%)	36.3	36.5	39.4	-	-

CAPE

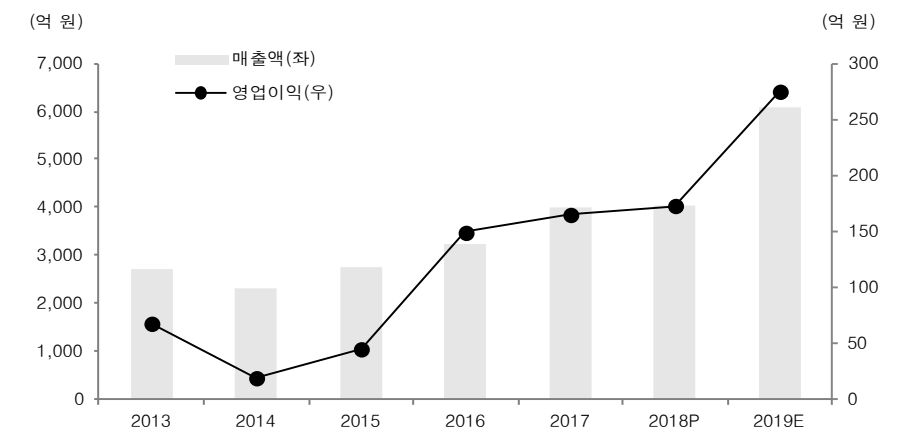
Valuation

꾸준한 성장 가능. 보유 자산가치는 덤

2019년 예상 실적은 매출액 6,100억원(+51.6%, YoY), 영업이익 275억원(+59.0%, YoY), 지배주주순이익 240억원(+73.9%, YoY) 달성이 가능할 것으로 판단. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 13.5X에서 거래중. 1) 국내 1위 건설 엔지니어링 사업자로써 매년 3,000억원 수준의 안정적인 국내 수주가 가능하다는 점, 2) 동남아, 아프리카 등 신흥시장 뿐만 아니라 일본 등 선진시장에서도 기술력을 인정받아 해외 수주가 지속적으로 증가하고 있다는 점을 감안할 때 현 주가는 저평가 구간으로 판단

약 2,400억원에 달하는 보유 자산가치(부동산 및 금융상품, 3Q18말 기준)는 주가에 안정감을 더해줄 것으로 판단. 현 주가는 올해 말 기준 P/B 1.3X에서 거래중으로 글로벌 상위권 엔지니어링 업체(JACOBS, AECOM, SNC-LAVALIN 등) 평균 1.6X 대비 현저히 낮은 수준

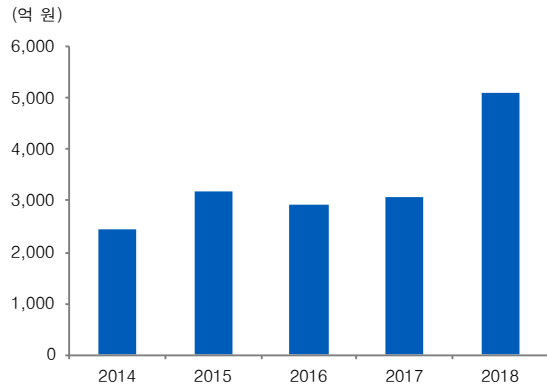
그림1. 도화엔지니어링 매출액 및 영업이익 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

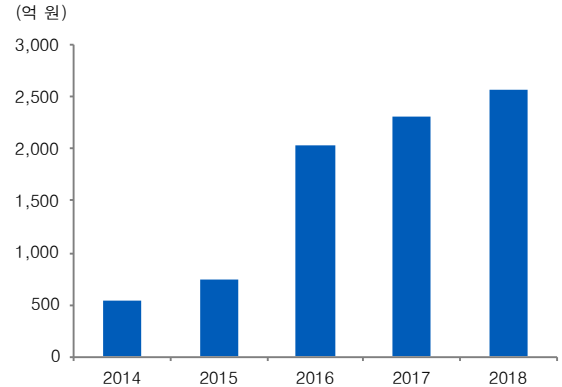
도화엔지니어링 | 수주잔고 충분. 성장할 일만 남았다

그림2. 도화엔지니어링 국내 수주액 추이



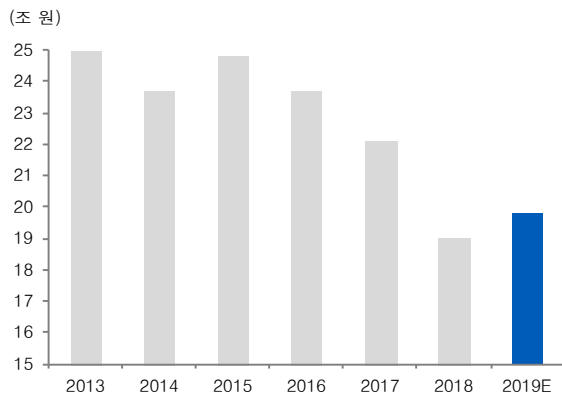
자료: 도화엔지니어링, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 도화엔지니어링 해외 수주액 추이



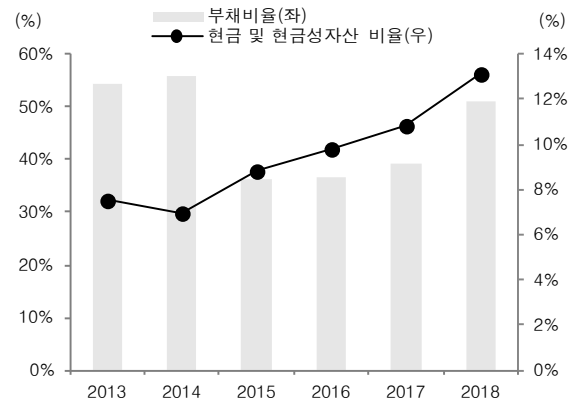
자료: 도화엔지니어링, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 국내 SoC 예산 추이



자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 도화엔지니어링 주요 재무비율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 도화엔지니어링 사업영역

구분	주요 프로젝트
물산업(상하수도/정수장)	니카라과 후이갈파 하수처리, 네팔 카트만두 상하수처리
철도(고속철/트램/지하철)	방글라데시 아카우라-락삼 복선철도, 알제리 안나바/오랑트램, 메트로
플랜트(태양광/수력/신재생에너지)	일본 하마다 태양광 발전, 인도네시아 Biomass Fired Power
도시(도시개발, 지생/조경)	에티오피아 볼레미/킬린토 산업단지
수자원	알제리 콘스탄틴 하천정비공사, 라오스 세남노이 수력발전
도로	파키스탄 E-35 고속도로
항만	조지아 아나클리아 해안개발
감리/CM	페루 리마 메트로 2호선

자료: 도화엔지니어링, 케이프투자증권 리서치본부

도화엔지니어링 | 수주잔고 충분. 성장할 일만 남았다

재무상태표					포괄손익계산서				
(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	947	1,064	994	1,127	매출액	2,296	2,750	3,247	3,990
현금및현금성자산	232	276	302	356	증가율(%)	-15.0	19.8	18.1	N/A
매출채권 및 기타채권	679	723	649	741	매출원가	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	매출총이익	2,296	2,750	3,247	3,990
비유동자산	2,389	2,070	2,091	2,159	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	327	320	347	367	판매비와 관리비	2,277	2,705	3,099	3,824
유형자산	1,679	1,663	1,643	1,679	영업이익	19	45	149	165
무형자산	54	47	42	40	영업이익률(%)	0.8	1.7	4.6	4.1
자산총계	3,336	3,134	3,085	3,286	EBITDA	69	84	185	199
유동부채	652	827	825	886	EBITDA M%	3.0	3.1	5.7	5.0
매입채무 및 기타채무	586	238	202	208	영업외손익	21	199	4	-11
단기차입금	51	5	5	5	지분법관련손익	0	0	0	-2
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	-17	-5	1	-1
비유동부채	545	8	0	42	기타영업외손익	37	204	2	-8
사채 및 장기차입금	500	0	0	41	세전이익	40	244	152	154
부채총계	1,197	835	825	928	법인세비용	10	67	140	37
지배기업소유자본	2,139	2,299	2,261	2,358	당기순이익	31	178	13	117
자본금	169	169	169	169	지배주주순이익	31	178	13	117
자본잉여금	338	338	338	339	지배주주순이익률(%)	1.3	6.5	0.4	2.9
이익잉여금	1,685	1,825	1,785	1,852	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-53	-32	-31	-2	기타포괄이익	-34	15	-1	2
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	-4	193	12	119
자본총계	2,139	2,299	2,261	2,358	EPS 증가율(%, 지배)	-44.4	482.8	-92.9	N/A
총차입금	551	5	5	46	이자손익	-18	-4	0	-2
순차입금	295	-325	-328	-320	총외환관련손익	0	-1	3	-8

현금흐름표					주요지표				
(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A		2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	27	138	97	115	총발행주식수(천주)	33,720	33,720	33,720	33,720
영업에서 창출된 현금흐름	86	167	309	139	시가총액(억원)	1,453	1,447	1,647	1,667
이자 수취	2	1	1	1	주가(원)	4,310	4,290	4,885	4,945
이자 지급	-20	-7	0	-2	EPS(원)	91	528	37	347
배당금 수입	1	1	1	0	BPS(원)	6,437	6,913	6,801	6,992
법인세부담액	-42	-24	-213	-22	DPS(원)	100	150	170	190
투자활동 현금흐름	0	484	-24	-73	PER(X)	47.6	8.1	130.4	14.2
유동자산의 감소(증가)	15	-29	24	-10	PBR(X)	0.7	0.6	0.7	0.7
투자자산의 감소(증가)	43	7	-27	-367	EV/EBITDA(X)	25.2	13.3	7.1	6.8
유형자산 감소(증가)	-26	-13	-14	-69	ROE(%)	1.4	8.0	0.6	5.0
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	-42	ROA(%)	0.9	5.5	0.4	3.6
재무활동 현금흐름	-49	-578	-50	20	ROIC(%)	0.4	1.9	0.8	N/A
사채 및 차입금증가(감소)	-5	-547	0	46	배당수익률(%)	2.3	3.5	3.5	3.8
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	508	부채비율(%)	56.0	36.3	36.5	39.4
배당금 지급	-33	-33	-50	-56	순차입금/자기자본(%)	13.8	-14.2	-14.5	-13.6
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	2	-9	유동비율(%)	145.2	128.7	120.5	127.2
연결법위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1.0	9.1	362.4	79.1
현금증감	-22	44	26	54	총자산회전율	0.7	0.9	1.0	1.2
기초현금	254	232	276	302	매출채권 회전율	3.5	3.9	4.7	5.4
기말현금	232	276	302	356	재고자산 회전율	N/A	N/A	N/A	N/A
FCF	1	122	83	47	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김광진 · 02)6923-7339 · kwangjin.kim@capefn.com

삼호개발 (010960KS | NR)

흔치 않은 대북관련 소외주

삼호개발은 하도급 토목공사 전문업체로 토공사 분야 시공능력 국내 1위 업체입니다. 현 수주잔고 감안 시 2021년까지 안정적 성장 가능하며, 남북경협 본격화 될 경우 국내 하도급 업체 중 수혜 규모가 가장 클 것으로 판단됩니다. 현 주가는 보유 자산가치만으로도 설명 가능한 수준인 만큼 관심이 필요한 시점으로 판단합니다.

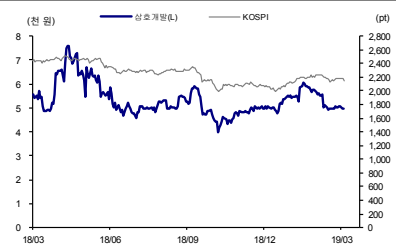
전문건설 토공사 분야 국내 1위 업체

- 삼호개발은 하도급 토목공사 전문업체. 토공사 분야 시공능력 국내 1위. 도로, 철도, 항만, 간척지, 주택 및 산단 조성 등 다양한 분야에서 풍부한 시공 경험 보유
- 자체 채석 골재 생산공장 보유. 채석 골재는 토목 공사 시 가장 많이 사용되는 필수 원재료 중 하나로 자체 공장을 보유하고 있어 타 경쟁업체 대비 원가 경쟁력 우위
- '17년부터 1) 국내 건설경기 호황, 2) 입찰경쟁력 강화 영향으로 신규 수주 급증('16년 2,230억원→'17년 4,220억원→'18년 3,660억원 수준). 지난해 말 기준 수주잔고 약 7,300억원 수준으로 2021년까지 안정적 성장 가능
- 올해 예상 신규 수주 규모는 지난해와 유사한 약 4,000억원 수준 예상. 국내 SoC 투자 환경이 회복 국면에 진입한 만큼 동사가 강점을 지닌 SoC 토목공사 수주도 견조할 것으로 판단

토목공사가 철도경협에서 가장 큰 비중 차지. 본격화 될 경우 계단식 성장 유력

- 철도 사업의 경우 전체 프로젝트 예산의 약 70%가 토목공사 비용으로 소요되는 것이 일반적. 이를 감안하면 남북 철도 경협을 통해 창출될 것으로 예상되는 토목공사 시장규모는 약 7조원에 육박(시나리오 2 기준)
- 동사는 노반, 선로, 터널 등 철도 전 분야에 대한 종합 시공능력 보유. 김포도시철도 4, 5공구, 호남고속철도 4공구 등 철도 분야 시공 경험도 풍부하게 보유하고 있어 수혜 유력
- 특히 대형 프로젝트의 경우 원도급사가 3~4개의 하도급사와 함께 시공하는 것이 일반적. 동사는 하도급 업체 중 시공능력에서 가장 앞설 뿐만 아니라 삼성물산, SK건설, 포스코건설, 현대건설 등 국내 대부분의 메이저 원도급 업체와 거래관계를 유지하고 있는 상황. 남북 경협 본격화 시 수혜 규모가 가장 클 것으로 예상되는 하도급 업체

Stock Data



주가(3/25)	4,960원		
액면가	500원		
시가총액	124십억원		
52주 최고/최저가	7,600원/ 3,990원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-10.3	-11.7	-5.9
상대주가(%)	-6.6	-3.7	6.0

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018P	2019E
매출액	(억원)	2,669	2,745	2,657	2,987	3,800
영업이익	(억원)	123	222	242	244	320
영업이익률	(%)	4.6	8.1	9.1	8.2	8.4
순이익	(억원)	82	160	214	208	280
EPS	(원)	334	642	859	832	1,120
증감률	(%)	128.4	92.4	33.7	-3.1	34.6
PER	(배)	10.7	5.4	5.3	6.0	4.4
PBR	(배)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
ROE	(%)	6.6	11.7	13.6	11.8	14.3
EV/EBITDA	(배)	1.8	0.6	2.0	-	-
순차입금	(억원)	-640	-743	-668	-	-
부채비율	(%)	88.4	66.0	52.9	-	-

CAPE

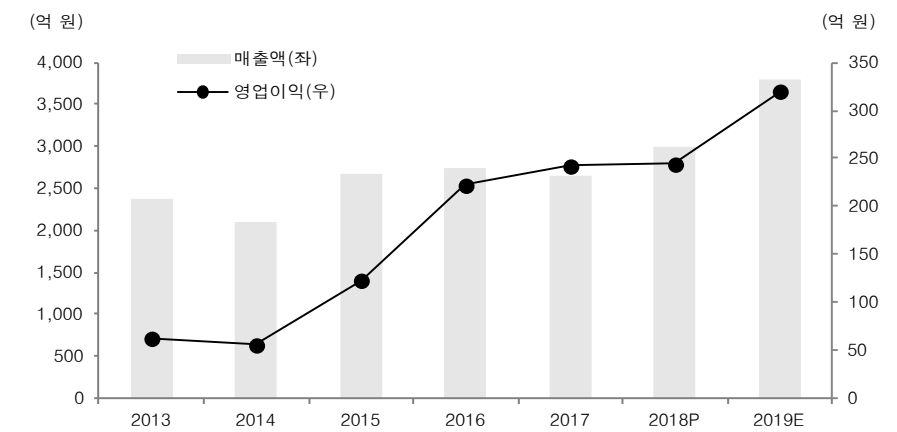
Valuation

보유 자산가치만으로도 현 주가는 설명 가능

2019년 예상 실적은 매출액 3,800억원(+27.2%, YoY), 영업이익 320억원(+31.1%, YoY), 지배주주순이익 280억원(+34.6%, YoY) 달성이 가능할 것으로 판단. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 4.4X에서 거래중. 1) 국내 토공분야 1위 사업자로서 국내 시장만으로도 안정적 성장이 가능하다는 점, 2) 철도 경험 본격화 시 약 7조원 수준의 신규 시장 수혜가 가능한 1순위 하도급 업체라는 점을 감안할 때 현 주가는 저평가 구간으로 리레이팅이 필요한 시점이라 판단

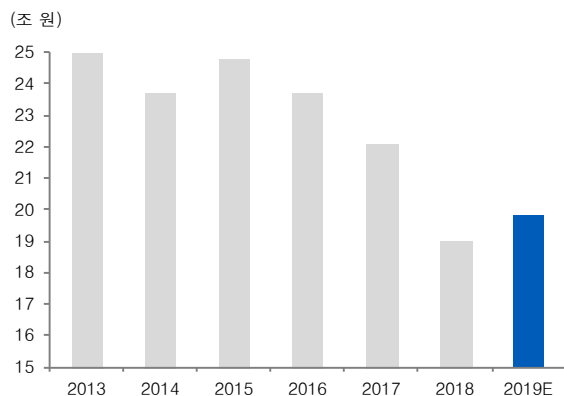
현금화 가능한 자산가치만 약 1,900억원(부동산 및 금융상품, 3Q18말 기준)에 달한다는 점에 주목할 필요. 현 주가는 올해 실적 기준 P/B 0.6배 수준에 불과

그림1. 삼호개발 매출액 및 영업이익 추이



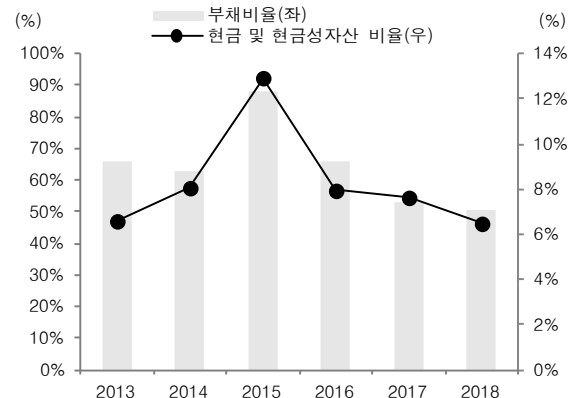
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 국내 SoC 예산 추이



자료: 기획재정부, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 삼호개발 주요 재무비율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권 리서치본부

삼호개발 | 흔히 많은 대북관련 소외주

재무상태표					포괄손익계산서				
(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	1,116	1,454	1,463	1,427	매출액	2,108	2,669	2,745	2,657
현금및현금성자산	160	304	195	196	증가율(%)	-11.0	26.6	2.8	-3.2
매출채권 및 기타채권	573	590	504	458	매출원가	1,931	2,423	2,434	2,291
재고자산	134	137	126	135	매출총이익	177	246	310	366
비유동자산	867	892	991	1,137	매출총이익률(%)	8.4	9.2	11.3	13.8
투자자산	416	482	613	762	판매비와 관리비	122	123	88	124
유형자산	269	254	245	242	영업이익	56	123	222	242
무형자산	18	10	11	9	영업이익률(%)	2.6	4.6	8.1	9.1
자산총계	1,984	2,347	2,454	2,564	EBITDA	81	142	240	254
유동부채	687	1,022	905	827	EBITDA M%	3.9	5.3	8.7	9.6
매입채무 및 기타채무	554	910	786	645	영업외손익	-9	-5	-20	42
단기차입금	95	76	75	75	지분법관련손익	-4	3	11	-7
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	12	17	15	52
비유동부채	78	79	71	60	기타영업외손익	-17	-26	-46	-3
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	47	117	202	284
부채총계	765	1,101	976	887	법인세비용	11	36	42	70
지배기업소유자본	1,215	1,244	1,475	1,645	당기순이익	36	82	160	214
자본금	125	125	125	125	지배주주순이익	37	83	161	215
자본잉여금	220	220	239	239	지배주주순이익률(%)	1.7	3.1	5.8	8.1
이익잉여금	911	967	1,105	1,289	비지배주주순이익	-1	-2	-1	0
기타자본	-41	-68	5	-9	기타포괄이익	3	-5	5	3
비지배자본	4	2	4	32	총포괄이익	39	76	165	217
자본총계	1,218	1,246	1,478	1,677	EPS 증가율(%, 지배)	-31.4	128.4	92.4	33.7
총차입금	95	76	75	75	이자손익	11	16	22	26
순차입금	-297	-640	-743	-668	총외화관련손익	0	0	0	0

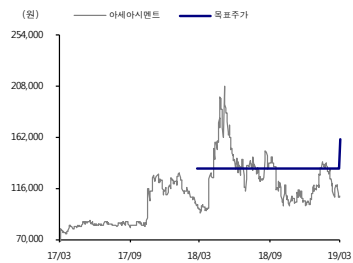
현금흐름표					주요지표				
(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A		2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	207	452	168	55	총발행주식수(천주)	25,000	25,000	25,000	25,000
영업에서 창출된 현금흐름	21	48	20	8	시가총액(억원)	78	89	88	114
이자의 수취	14	17	19	23	주가(원)	3,100	3,575	3,500	4,570
이자의 지급	-3	-3	-2	-2	EPS(원)	146	334	642	859
배당금 수입	1	1	1	3	BPS(원)	5,023	5,242	5,898	6,640
법인세부담액	-1	-4	-5	-5	DPS(원)	100	100	130	160
투자활동 현금흐름	-58	-240	-348	-35	PER(X)	21.2	10.7	5.4	5.3
유동자산의 감소(증가)	-24	-181	-211	75	PBR(X)	0.6	0.7	0.6	0.7
투자자산의 감소(증가)	-73	-66	-131	-149	EV/EBITDA(X)	5.9	1.8	0.6	2.0
유형자산 감소(증가)	3	-1	-2	-1	ROE(%)	3.0	6.6	11.7	13.6
무형자산 감소(증가)	1	8	-1	2	ROA(%)	1.8	3.8	6.7	8.5
재무활동 현금흐름	-122	-69	72	-19	ROIC(%)	5.0	32.3	280.8	140.8
사채 및 차입금증가(감소)	-81	-20	0	0	배당수익률(%)	3.2	2.8	3.7	3.5
자본금및자본잉여금 증감	0	0	19	0	부채비율(%)	62.8	88.4	66.0	52.9
배당금 지급	0	0	0	-33	순차입금/자기자본(%)	-24.3	-51.4	-50.2	-39.9
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	162.4	142.3	161.6	172.6
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	15.9	45.4	116.0	130.7
현금증감	26	144	-109	1	총자산회전율	1.1	1.2	1.1	1.1
기초현금	134	160	304	195	매출채권 회전율	3.4	4.6	5.0	5.5
기말현금	160	304	195	196	재고자산 회전율	17.2	19.7	20.9	20.4
FCF	186	441	150	43	매입채무 회전율	3.6	3.3	2.9	3.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

아세아시멘트(183190) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-03-18	2019-03-25	2019-03-25		
투자의견	Buy	담당자 변경	Buy		
목표주가	134,000원		160,000원		
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					

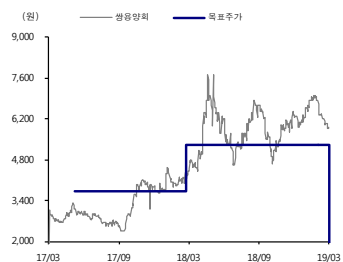


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-03-18	Buy	134,000원	-5.43	55.22
2019-03-18	1년경과	134,000원	-15.75	-11.57
2019-03-25	Buy	160,000원		

쌍용양회(003410) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-11-30	2017-05-31	2018-03-18	2019-03-25	2019-03-25	
투자의견	Hold	Buy	Buy	담당자 변경	NR	
목표주가	1,900원	3,700원	5,300원	-		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

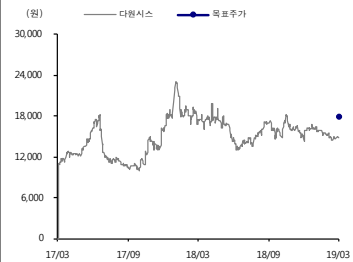


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-11-30	Hold	1,900원	53.32	73.68
2017-05-31	Buy	3,700원	-9.78	22.70
2018-03-18	Buy	5,300원	10.26	45.66
2019-03-18	1년경과	5,300원	13.21	14.34
2019-03-25	NR	-		

다원시스(068240) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-01-23	2019-03-25				
투자의견	NR	Buy				
목표주가	-	18,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

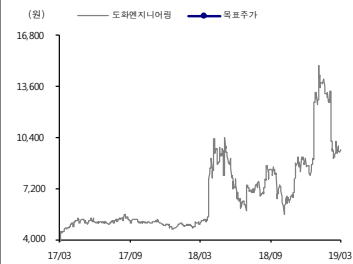


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-01-23	NR	-	-	-
2019-03-25	Buy	18,000원		

도화엔지니어링(002150) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-03-25					
투자의견	NR					
목표주가	-					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

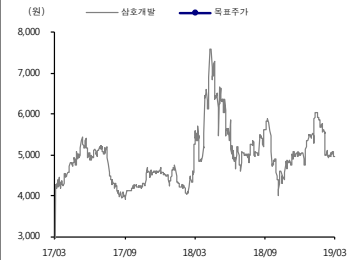


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-03-25	NR	-		

삼호개발(010960) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-03-25					
투자의견	NR					
목표주가	-					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-03-25	NR	-		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.75%) · 매도(0.00%) · 중립(6.25%)	* 기준일 2018.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
투자전략	윤영교	팀장	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
RA	김기철	전임연구원	6923-7335	timman1904@capefn.com
기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
RA	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
정유/화학	전유진	전임연구원	6923-7354	yujinjn@capefn.com
RA	김충현	전임연구원	6923-7314	chunghyun333@capefn.com
기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
제약/바이오	김형수	연구위원	6923-7342	knkhs@capefn.com
인터넷/게임	이경일	책임연구원	6923-7321	ki.lee@capefn.com
스몰캡	정솔이	전임연구원	6923-7322	sjung@capefn.com
스몰캡	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.