

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

## Company Data

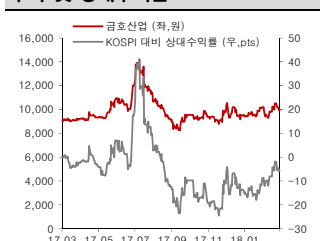
|           |          |
|-----------|----------|
| 자본금       | 181 십억원  |
| 발행주식수     | 3,614 만주 |
| 자사주       | 92 만주    |
| 액면가       | 5,000 원  |
| 시가총액      | 356 십억원  |
| 주요주주      |          |
| 금호홀딩스(외5) | 49.04%   |

|        |       |
|--------|-------|
| 외국인지분율 | 6.30% |
| 배당수익률  | 3.00% |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(18/03/02) | 9,940 원    |
| KOSPI        | 2402.16 pt |
| 52주 Beta     | 1.11       |
| 52주 최고가      | 14,150 원   |
| 52주 최저가      | 8,260 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 2 십억원      |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가  | 상대주가  |
|-------|-------|-------|
| 1개월   | -2.6% | 2.4%  |
| 6개월   | 8.8%  | 6.7%  |
| 12개월  | 9.0%  | -4.6% |

## 금호산업 (002990/KS | 매수(유지) | T.P 14,000 원(유지))

### 출발이 좋은 2018 년!

3월 2일 오후 산업은행은 중국 더블스타에 금호타이어를 재매각 추진 중이며, 상반기 내 거래를 종결하는 것이 목표라는 사실을 이례적으로 공개했다. 산업은행의 강력한 재매각 의지에 따라 금호산업의 밸류에이션을 할인해왔던 요인인 금호타이어 인수 리스크는 이로써 완전히 제거되었다는 판단이다. 리스크 요인 제거 및 우량한 펀더멘탈을 감안, 금호산업에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 14,000 원을 유지한다

### 금호타이어 인수 리스크 해소, 밸류에이션 정상화 기대

산업은행이 기존 입찰자였던 중국 더블스타에 금호타이어를 재매각하겠다는 강력한 의지를 표명한 바, 상표권 이슈로 수차례 불거진 금호산업의 금호타이어 인수 가능성 혹은 인수를 위한 자금 조달 리스크는 완전히 사라졌다는 판단이다. 물론 지난해 박삼구 회장의 금호타이어 우선매수권 포기로 인해 인수 리스크가 감소하긴 했으나, 재매각 시 입찰의 방향성을 속단하기 이르다보니 금호산업 주가는 지배구조 이슈로 밸류에이션 디스카운트를 꾸준히 받고 있던 것이 사실이다. 산업은행의 강력한 재매각 기조에 따라, 드디어 금호산업의 밸류에이션 디스카운트 요인을 제거해야 한다는 판단이다.

### 지난 4 분기부터 시동이 걸린 성장성, 기다리기만 하면 된다

금호산업은 2년 연속으로 매출보다 큰 규모의 신규수주를 달성하면서 수주잔고를 꾸준히 채워왔다. 워크아웃 기간 동안의 수주 공백에 따라 2017년 매출액 감소가 불가피했으나, 2017년 4분기 실적을 통해 비로소 기 확보한 잔고가 매출회되는 모습을 확인할 수 있었다. 따라서 2018년은 3년만에 외형 성장이 나타나는 한 해가 될 것으로 보인다.

### 아시아나항공 지분가치 및 금호산업 영업가치를 고려할 때, 지나친 저평가 구간

금호산업에 대해 투자 의견 매수 유지, 건설업 Forward PER에서 20% 할인한 5X를 목표배수로 설정, 목표주가 14,000 원을 유지한다. 1) 아시아나항공 보유 지분 33.5%에 대한 가치가 3,200억원 수준으로 금호산업의 시가총액 3,500억원과 맞먹으며, 2) 금호산업의 영업가치만 4,900억원 이상임을 감안하면 현 주가는 과도하게 저평가되어있는 상황이나, 내재가치를 반영하기 이전에 멀티플의 정상화가 우선시되어야 할 것이다.

## 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2015  | 2016  | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 1,531 | 1,354 | 1,301 | 1,389 | 1,619 | 1,799 |
| yoy       | %   | 0.5   | -11.6 | -3.9  | 6.8   | 16.6  | 11.1  |
| 영업이익      | 십억원 | 21    | 42    | 32    | 56    | 76    | 88    |
| yoy       | %   | -47.8 | 101.2 | -24.6 | 78.3  | 35.4  | 15.1  |
| EBITDA    | 십억원 | 22    | 43    | 32    | 57    | 76    | 87    |
| 세전이익      | 십억원 | -15   | 78    | 91    | 84    | 104   | 116   |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -6    | 36    | 87    | 80    | 99    | 110   |
| 영업이익률     | %   | 1.4   | 3.1   | 2.4   | 4.0   | 4.7   | 4.9   |
| EBITDA마진  | %   | 1.4   | 3.2   | 2.5   | 4.1   | 4.7   | 4.8   |
| 순이익률      | %   | -0.4  | 2.7   | 6.7   | 5.8   | 6.1   | 6.1   |
| EPS       | 원   | -174  | 1,018 | 2,453 | 2,263 | 2,798 | 3,108 |
| PER       | 배   | n/a   | 9.5   | 4.1   | 4.4   | 3.6   | 3.6   |
| PBR       | 배   | 1.8   | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 0.6   | 0.6   |
| EV/EBITDA | 배   | 25.9  | 11.0  | 14.6  | 7.9   | 4.8   | 4.8   |
| ROE       | %   | -2.1  | 12.0  | 24.8  | 19.0  | 19.8  | 18.5  |
| 순차입금      | 십억원 | 54    | 133   | 123   | 98    | 17    | 17    |
| 부채비율      | %   | 351.5 | 309.5 | 238.7 | 209.6 | 189.5 | 169.9 |

# Contents

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 1. Valuation                 | 3 |
| 2. 투자포인트                     | 5 |
| 1) 금호타이어 인수 관련 밸류에이션 할인요인 제거 | 5 |
| 2) 외형 성장이 비로소 나타나는 2018 년    | 7 |
| 3) 지방선거 이후 높아질 공항 발주 모멘텀     | 8 |
| 3. 실적 추이 및 전망                | 9 |

## 1. Valuation

### 투자의견 매수, 목표주가 14,000 원 유지

금호산업에 대해 투자의견 매수 유지, 목표주가 14,000 원을 유지하며 중소형 건설주 내 Top-pick 종목 추천을 유지한다. 현 주가는 12M Forward EPS 에 대형 건설주 평균 PER 에서 20% 할인한 5X 를 적용하여 산출했다. 물론 Sum-of-the-parts 밸류에이션에 따른 금호산업 내재가치를 산정해보면 1) 아시아나항공 지분가치, 2) 금호산업 영업가치 등이 감안되어 6,610 억원 수준 (주당 18,000 원)으로 추산된다. 그러나 내재가치를 온전히 반영하기에 앞서 외부요인에 따라 비정상적으로 할인받고 있는 멀티플의 정상화가 선제적으로 이루어져야 한다는 판단에 따라, 단순 멀티플에 따른 보수적 목표주가를 제시했다. 향후 리스크 요인의 해소와 외형 성장이 몇 분기 연속적으로 가시화될 경우, 내재가치를 반영한 목표주가 상향의 여지는 남아있다.

#### 멀티플 밸류에이션에 따른 금호산업 목표주가 산정

|                 | 2015   | 2016                           | 2017P | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------------------------------|-------|-------|-------|
| EPS (원)         | -174   | 1,018                          | 2,453 | 2,263 | 2,798 |
| EPS Growth (%)  | 적전     | 흑전                             | 140.9 | -7.8  | 23.7  |
| PER (X)         | n/a    | 9.5                            | 4.1   | 4.4   | 3.6   |
| Target EPS (원)  | 2,625  | 12M Forward EPS                |       |       |       |
| Target PER (X)  | 5      | 대형 건설주 평균 Forward PER에서 20% 할인 |       |       |       |
| 목표주가 (원)        | 14,000 |                                |       |       |       |
| 현재주가 (원, 03/02) | 9,940  |                                |       |       |       |
| Upside (%)      | 40.8   |                                |       |       |       |

자료: SK 증권

#### Sum-of-the-parts 밸류에이션에 따른 금호산업 내재가치 산정

| (단위: 십억원)                 |        | 비고                            |
|---------------------------|--------|-------------------------------|
| 금호산업 영업가치 (A)             | 490.7  | EBITDA*EV Multiple            |
| EBITDA                    | 66.5   | 2018~2019E 평균 EBITDA          |
| EV/EBITDA (배)             | 7.4    | 건설 업종 EV/EBITDA 8.2X에서 10% 할인 |
| 아시아나항공 지분가치 (B)           | 227.9  | 지분가치에서 30% 할인 적용              |
| 아시아나항공 시가총액 (03/02)       | 973    |                               |
| 금호산업 지분율 (%)              | 33.5   |                               |
| 순차입금 (C)                  | 57.6   | 2018~2019E 평균 순차입금            |
| Net Asset Value (D=A+B-C) | 661.0  |                               |
| number of shares (E, 천 주) | 35,899 | 자사주 차감                        |
| 주당NAV (D/E, 원)            | 18,000 |                               |
| 현재주가 (원, 03/02)           | 9,940  |                               |
| Upside (%)                | 81.1   |                               |

자료: SK 증권

금호산업의 아시아나항공 보유 지분 33.5%에 대해 내재가치 계산시 보수적으로 30%를 할인 적용했으나, 이를 지분율로 단순 계산할 시 지분가치만 3,256 억원으로 이는 금호산업 시가총액 3,500 억원의 대부분을 설명하는 수준이다. 아시아나항공 역시 외부 요인의 제거에 따른 디스카운트 해소로 시가총액 상승 가능성을 감안한다면, 금호산업의 시가총액이 현 시점에서 과도하게 눌려있다는 사실을 알 수 있다. PER, PBR 밸류에이션 모두 금호타이어 인수 과정에서 4X, 0.8X 수준에서 바닥을 다지는 모습이나, 향후 금호산업의 우량한 펀더멘탈에 점진적으로 수렴하면서 주가는 우상향할 가능성이 높을 것으로 보인다.

#### 아시아나항공 시가총액 할인율에 따른 금호산업 내재가치 변화

| (단위: 십억원)                 | 30% 할인 | 20% 할인 | 10% 할인 | 단순적용  |
|---------------------------|--------|--------|--------|-------|
| 금호산업 영업가치 (A)             | 490.7  | 490.7  | 490.7  | 490.7 |
| EBITDA                    | 66.5   | 66.5   | 66.5   | 66.5  |
| EV/EBITDA (X)             | 7.4    | 7.4    | 7.4    | 7.4   |
| 아시아나항공 지분가치 (B)           | 227.9  | 260.5  | 293.0  | 325.6 |
| 아시아나항공 시가총액 (03/02)       | 973    | 973    | 973    | 973   |
| 금호산업 지분율 (%)              | 33.5   | 33.5   | 33.5   | 33.5  |
| 순차입금 (C)                  | 57.6   | 57.6   | 57.6   | 57.6  |
| Net Asset Value (D=A+B-C) | 661.0  | 693.6  | 726.1  | 758.7 |

자료: SK 증권

#### 금호산업 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, SK 증권

#### 금호산업 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

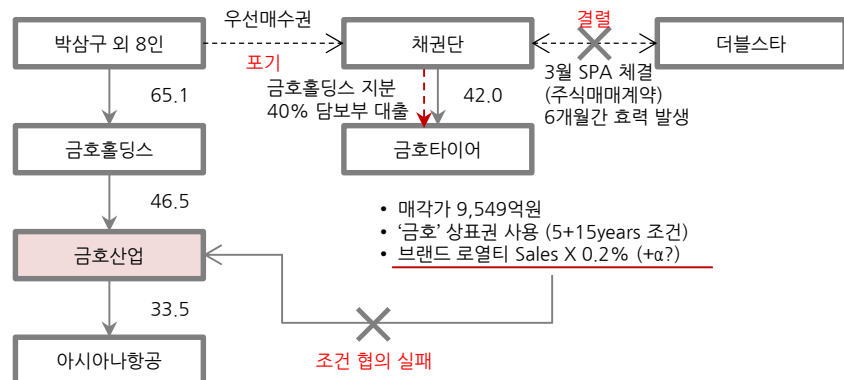
## 2. 투자포인트

### 1) 금호타이어 인수 관련 밸류에이션 할인요인 제거

지난해 중국 더블스타와 박삼구 회장, 산업은행간의 치열한 팽팽 게임에 따라 금호산업의 주가는 펀더멘탈과 무관하게 흘러왔다. 1) 박삼구 회장의 금호타이어의 인수 시 계열사가 유상증자, 주식담보부대출 등 다양한 방식으로 활용될 것이라는 우려, 2) 이후 더블스타와 산업은행의 딜 진행 중 브랜드 로열티 협상에 따른 갑론을박에 따라 매각 프로세스를 방해하는 듯한 외부의 시선 두 가지로 주가 하락 요인을 설명할 수 있겠다. (물론 브랜드 로열티 이슈에 있어서는 비계열화 되는 과정에서 기존대비 수수료율을 올리겠다는 금호산업의 주장은 합리적이라는 판단이다.)

그러나 지난 금요일 산업은행이 이례적으로 매각 진행중인 안전에 대해 시장에 공표한 것에 주목, 드디어 금호산업의 디스카운트 요인을 해소할 때가 온 것으로 보인다.

#### 지난해 금호타이어 매각 이슈 정리



자료: SK 증권

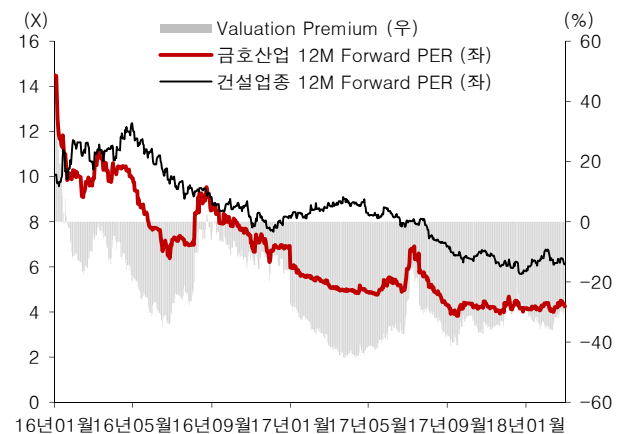
#### 산업은행, 더블스타에 금호타이어 재매각 추진 (03/02)

##### 산은, 금호타이어 6463 억만 받고 중국기업에 매각 추진

KDB 산업은행이 중국 더블스타에 금호타이어 매각을 추진 중이라는 사실을 공개했다. 해외 매각 말고는 다른 선택지가 없으니 노조도 이를 수용하라는 압박이다. 더블스타에 팔리는 것을 결사반대하는 노조와의 정면충돌이 불가피하다. 2일 이대현 산업은행 수석부행장은 기자회견을 열고 “중국 더블스타가 금호타이어에 6463 억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 하는 투자협상을 진행 중”이라고 밝혔다. 유상증자가 이뤄지면 더블스타는 금호타이어 지분 45%를 보유한 최대주주가 된다. 채권단 지분율은 현재 42%에서 23.1%로 줄어든다. (후략)

자료: 중앙일보, SK 증권 발췌

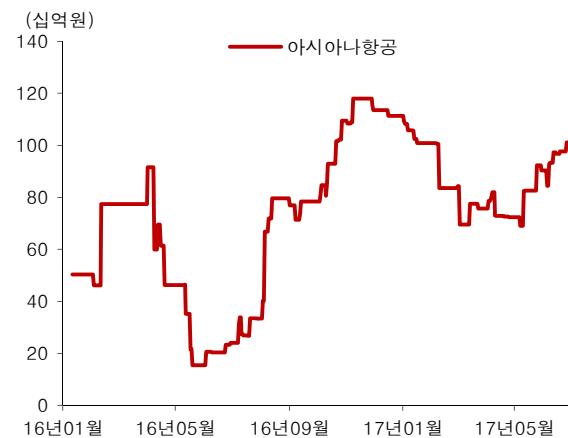
#### 건설업종 대비 금호산업 멀티플 프리미엄



자료: FnGuide, SK 증권

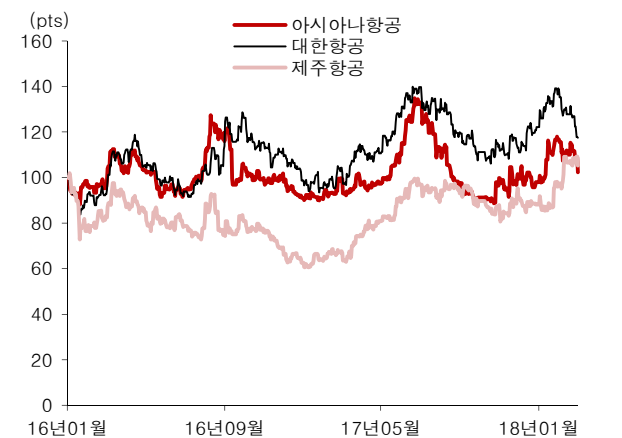
실질적으로 지난해 박삼구 회장이 우선매수권을 앞세워 금호타이어 인수에 대해 적극적인 의사를 표명하면서 금호 관련 유관주의 주가는 펀더멘탈과 무관하게 타사 대비 디스카운트를 받아왔다. 이는 아시아나항공, 금호타이어 역시 마찬가지였다. 이후 산업은행이 더블스타와 딜을 진행하면서 잠시 리스크 요인의 해소로 주가가 Peer를 따라잡는 듯 했으나, 결국 브랜드 로열티의 문제에 부딪히며 단기 상승분을 모두 반납하고 말았다. 그러나 산업은행의 금호타이어~더블스타 딜의 재개 공표 및 상반기 내 매각을 목표로 한다는 강력한 의지의 표명에 따라, 더 이상 주가를 눌러왔던 금호타이어 인수 또는 인수 무산 리스크에 대해서는 우려할 필요가 없다는 판단이다.

#### 아시아나항공항공 순이익 컨센서스 추이



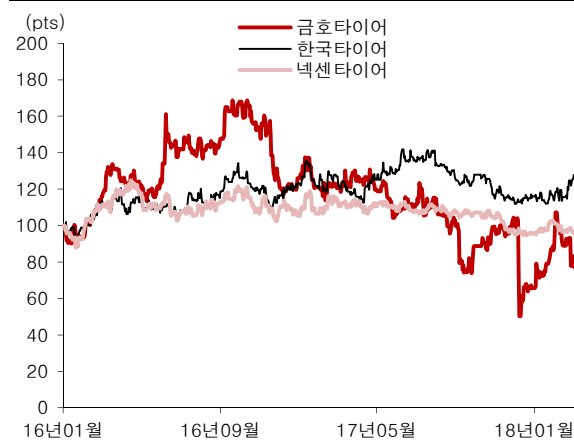
자료: FnGuide, SK 증권

#### 항공주 상대주가 추이



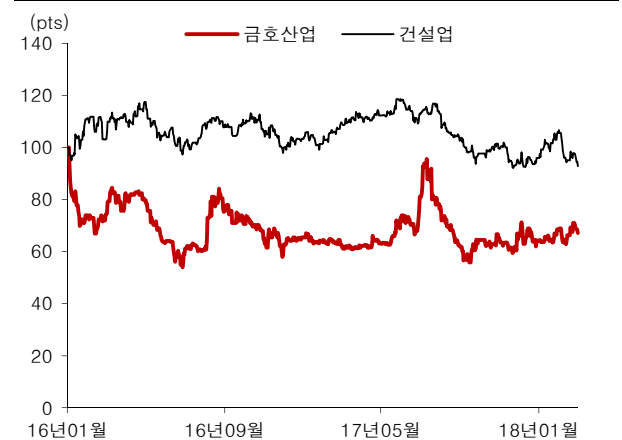
자료: FnGuide, SK 증권

#### 타이어주 상대주가 추이



자료: FnGuide, SK 증권

#### 금호산업, 건설업종 상대주가 추이

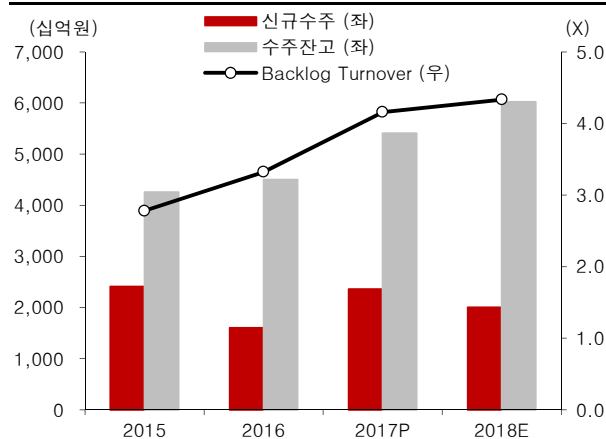


자료: FnGuide, SK 증권

## 2) 외형 성장이 비로소 나타나는 2018 년

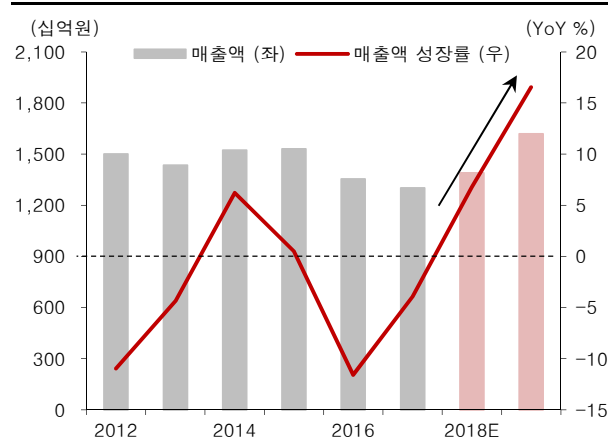
금호산업은 2 년 연속으로 매출보다 큰 규모의 신규수주를 달성하며 수주잔고를 채우고 있는 기업이다. 워크아웃 기간 동안 입찰 참여 제한 등에 따라 신규수주를 공격적으로 하지 못한 부분이 2016, 2017 년 매출액 성장률 감소에 영향을 미쳤다. 그러나 2018 년은 비로소 높은 수주잔고가 매출로 실현되는 한 해가 될 것으로 전망한다. 3 년 만의 외형 성장은 향후 잔고의 매출화에 따라 점진적으로 나타날 것이기 때문에 현 시점에서 확정적 성장이 담보되어 있다고 할 수 있겠다.

금호산업 신규수주, 수주잔고 추이 및 전망



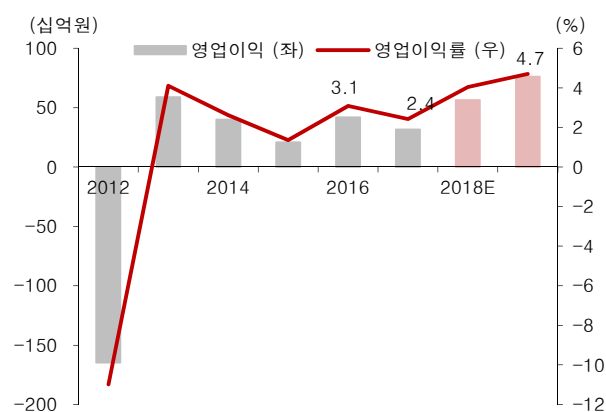
자료: 금호산업, SK 증권

금호산업 매출액 추이 및 전망



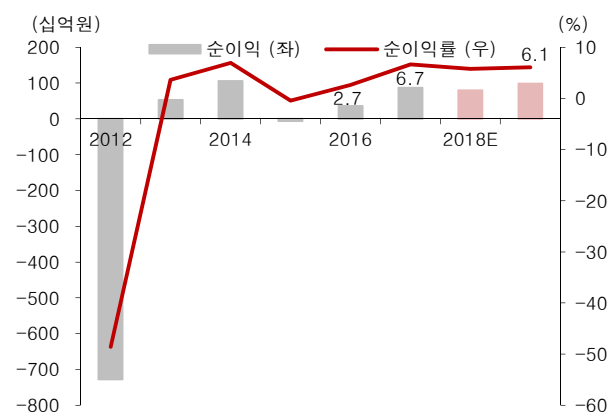
자료: 금호산업, SK 증권

금호산업 영업이익 추이 및 전망



자료: FnGuide, SK 증권

금호산업 순이익 추이 및 전망



자료: FnGuide, SK 증권

### 3) 지방선거 이후 높아질 공항 발주 모멘텀

주택에 집중되어 있는 중소형 건설사보다 금호산업이 훨씬 매력적인 이유는 LH, 신탁사와 연계된 안정적 수주를 하는 것 뿐만 아니라 SOC, 특히 공항 공사에서 강점이 있기 때문이다. SOC 예산은 보수적으로 책정되어 있는 상황이지만, 문재인 대통령의 지역 거점 SOC 투자 기조는 여전히 유효해 보인다. 6월 지방선거 이후 다수의 공항 발주에 대한 가시성이 확대될 전망이다. 금호산업은 국내 공항 공사에서 많은 레코드를 보유하고 있으며, 향후 공항 발주 모멘텀에 따라 주가 상승 기대감 역시 노려볼 만한 상황으로 판단한다.

#### 2018 년 선거 일정 (6/13)

| 선거            | 비고                                  |
|---------------|-------------------------------------|
| 대한민국 제7회 지방선거 | 지방 의회 및 지방자치단체장 선거                  |
| 재보궐선거         | 서울시 노원구 병: 안철수 국민의당 의원 대선 출마에 의한 사퇴 |

자료: 중앙선거관리위원회, SK 증권

#### 금호산업 Target 국내 거점 공항 공사

| 공항        | 예산 공사비          | 발주 예상 시점  | 비고             |
|-----------|-----------------|-----------|----------------|
| 흑산도공항     | 1,835억원         | 기 수주      | 2018년 6월 착공 예상 |
| 제주신공항     | 3조원 (사업비 4.8조원) | 2019년 하반기 | 타당성 검토 완료      |
| 김해신공항(확장) | 3조원 (사업비 5.9조원) | 2018년 하반기 | 하반기 입찰 예상      |
| 인천공항4단계   | 2조원 (사업비 4.2조원) | 2018년 하반기 | 하반기 입찰 예상      |
| 울릉도공항     | 5,800억원         | 2018년 상반기 | 2017년 하반기 기본설계 |

자료: 금호산업, 국토교통부, SK 증권

#### 주요 신공항 상세 개요

| 제주신공항 |                | 김해신공항 (기존 공항부지 옆 확장) |                                            |
|-------|----------------|----------------------|--------------------------------------------|
| 위치    | 제주 서귀포시 성산을 일대 | 위치                   | 부산광역시 강서구 대저2동                             |
| 사업비   | 4.2조원          | 사업비                  | 5.9조원                                      |
| 길이, 폭 | 3,180mx45m     | 길이, 폭                | 기존 3,200mx60m, 2,743mx40m<br>신설 3,200mx60m |



자료: 국토교통부, SK 증권

### 3. 실적 추이 및 전망

금호산업은 지난 4분기 실적 발표를 통해 드디어 성장성에 시동이 걸린 모습이다. 지난 2개년 동안 매출액보다 큰 규모의 신규수주 (2016년 신규수주 1.6조원, 2017년 신규수주 2.3조원)를 기록하면서 꾸준히 수주잔고를 채워 나가다가, 지난해 4분기 비로소 잔고의 매출화가 나타나는 것을 확인했다. 따라서 2018년은 3년 만에 외형 성장의 완전한 턴어라운드 나타나는 한 해가 될 것으로 기대되며, 신규 수주 역시 최소 2조원 수준은 유지 가능할 것으로 보여 안정적 이익 성장 기조 역시 유지될 전망이다. 아시아나항공 지분법이익 감소 분에 따라 순이익 성장은 다소 주춤할 수 있겠으나, 2019년 이익 성장 기조를 감안하면 크게 고려할 부분은 아니라는 판단이다.

금호산업 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)            | 2017P | 2018E | 2019E | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16  | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17P |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액                  | 1,301 | 1,389 | 1,619 | 266   | 311   | 328   | 448   | 254   | 300   | 312   | 435   |
| 토목                   | 478   | 480   | 497   | 105   | 123   | 118   | 201   | 91    | 120   | 112   | 155   |
| 건축                   | 466   | 424   | 495   | 68    | 91    | 102   | 125   | 93    | 104   | 115   | 154   |
| 주택                   | 294   | 457   | 624   | 73    | 80    | 90    | 100   | 60    | 63    | 69    | 102   |
| 해외                   | 62    | 28    | 2     | 19    | 17    | 19    | 23    | 9     | 12    | 16    | 24    |
| Sales Growth (YoY %) | -3.9  | 6.8   | 16.6  | -13.3 | -24.8 | -15.2 | 5.9   | -4.4  | -3.8  | -5.1  | -2.9  |
| 토목                   | -12.7 | 0.4   | 3.5   | -28.6 | -33.5 | -27.6 | 4.5   | -13.3 | -3.0  | -5.0  | -22.9 |
| 건축                   | 20.7  | -9.1  | 17.0  | -6.2  | 14.3  | 32.1  | 16.0  | 36.2  | 14.2  | 12.7  | 23.5  |
| 주택                   | -13.9 | 55.3  | 36.5  | 26.7  | -13.4 | -4.4  | 12.3  | -17.6 | -20.6 | -22.9 | 2.2   |
| 해외                   | -20.4 | -55.3 | -92.1 | -33.5 | -69.6 | -64.9 | -34.8 | -49.9 | -28.1 | -16.7 | 6.8   |
| Sales Growth (QoQ %) |       |       |       | -37.2 | 17.1  | 5.4   | 36.6  | -43.3 | 17.8  | 4.0   | 39.6  |
| 토목                   |       |       |       | -45.3 | 17.1  | -4.2  | 70.2  | -54.6 | 31.1  | -6.2  | 38.0  |
| 건축                   |       |       |       | -36.4 | 33.4  | 11.7  | 22.3  | -25.3 | 11.9  | 10.2  | 34.1  |
| 주택                   |       |       |       | -17.5 | 8.6   | 12.5  | 11.4  | -39.5 | 4.8   | 9.2   | 47.7  |
| 해외                   |       |       |       | -45.6 | -9.1  | 7.9   | 22.3  | -58.3 | 30.6  | 25.0  | 56.8  |
| 매출총이익                | 108   | 121   | 152   | 13    | 23    | 30    | 39    | 18    | 24    | 27    | 39    |
| 토목                   | 24    | 23    | 24    | 6     | 6     | 5     | 10    | 3     | 8     | 7     | 6     |
| 건축                   | 41    | 35    | 42    | 61    | 6     | 8     | 9     | 8     | 4     | 10    | 20    |
| 주택                   | 42    | 64    | 86    | 11    | 11    | 17    | 17    | 7     | 11    | 10    | 15    |
| 해외                   | 0     | 0     | 0     | -1    | -0    | 0     | 3     | 0     | 0     | 1     | -1    |
| 매출총이익률 (%)           | 8.3   | 8.7   | 9.4   | 4.8   | 7.3   | 9.1   | 8.6   | 7.1   | 7.9   | 8.6   | 9.0   |
| 토목                   | 5.1   | 4.7   | 4.9   | 5.5   | 4.7   | 4.1   | 4.8   | 3.7   | 7.0   | 6.0   | 3.9   |
| 건축                   | 8.9   | 8.3   | 8.4   | 89.5  | 6.2   | 8.0   | 7.3   | 8.6   | 3.9   | 8.4   | 12.9  |
| 주택                   | 14.1  | 13.9  | 13.8  | 15.3  | 14.3  | 18.5  | 16.9  | 11.0  | 17.4  | 13.8  | 14.2  |
| 해외                   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | -5.5  | -0.9  | 0.5   | 13.3  | 2.2   | 1.6   | 6.5   | -4.1  |
| 영업이익                 | 32    | 56    | 76    | 10    | 5     | 12    | 15    | 3     | 9     | 15    | 5     |
| 영업이익률 (%)            | 2.4   | 4.0   | 4.7   | 3.6   | 1.6   | 3.7   | 3.4   | 1.3   | 2.9   | 4.7   | 1.1   |
| 순이익                  | 87    | 80    | 99    | 25    | 10    | 53    | -52   | 35    | -20   | 17    | 55    |
| 순이익률 (%)             | 6.7   | 5.8   | 6.1   | 9.3   | 3.3   | 16.3  | -11.7 | 13.9  | -6.7  | 5.4   | 12.6  |

자료: 금호산업 SK 증권

## 재무상태표

| (단위: 십억원)      | 2016  | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 738   | 681   | 683   | 847   | 1,007 |
| 현금및현금성자산       | 71    | 81    | 105   | 187   | 282   |
| 매출채권 및 기타채권    | 491   | 428   | 400   | 466   | 518   |
| 재고자산           | 34    | 32    | 34    | 40    | 44    |
| <b>비유동자산</b>   | 537   | 632   | 731   | 732   | 733   |
| 장기금융자산         | 114   | 114   | 114   | 114   | 114   |
| 유형자산           | 9     | 1     | 1     | 2     | 4     |
| 무형자산           | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>자산총계</b>    | 1,275 | 1,312 | 1,414 | 1,579 | 1,740 |
| <b>유동부채</b>    | 697   | 658   | 689   | 764   | 824   |
| 단기금융부채         | 81    | 81    | 81    | 73    | 67    |
| 매입채무 및 기타채무    | 483   | 490   | 521   | 603   | 668   |
| 단기충당부채         | 47    | 47    | 47    | 47    | 47    |
| <b>비유동부채</b>   | 266   | 267   | 268   | 270   | 271   |
| 장기금융부채 (사채+장차) | 177   | 177   | 177   | 177   | 177   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 43    | 43    | 44    | 44    | 45    |
| <b>부채총계</b>    | 963   | 925   | 957   | 1,033 | 1,095 |
| <b>지배주주지분</b>  | 311   | 387   | 457   | 545   | 645   |
| 자본금            | 177   | 177   | 177   | 177   | 177   |
| 자본잉여금          | 13    | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 기타자본구성요소       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자기주식           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금          | 124   | 200   | 270   | 358   | 458   |
| 비지배주주지분(연결)    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>    | 311   | 387   | 457   | 545   | 645   |
| <b>부채외자본총계</b> | 1,275 | 1,312 | 1,414 | 1,579 | 1,740 |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)             | 2016 | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | 19   | -52   | -38   | 27    | 38    |
| 당기순이익(손실)             | 36   | 87    | 80    | 99    | 110   |
| 비현금수익비용가감             | 11   | 14    | 19    | 19    | 18    |
| 유형자산감가상각비             | 1    | 0     | 0     | -0    | -1    |
| 무형자산상각비               | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타                    | 55   | 55    | 55    | 55    | 55    |
| 운전자본감소(증가)            | -28  | -153  | -137  | -91   | -90   |
| 매출채권의감소(증가)           | -24  | -63   | -28   | 66    | 52    |
| 재고자산의감소(증가)           | -2   | -2    | 2     | 6     | 4     |
| 매입채무의증가(감소)           | 79   | -7    | -31   | -82   | -65   |
| 기타                    | -81  | -81   | -81   | -81   | -81   |
| 법인세납부                 | -21  | -21   | -21   | -21   | -21   |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | 22   | 95    | 95    | 95    | 95    |
| 금융자산감소(증가)            | -72  | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 유형자산처분(취득)            | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산감소(증가)            | -0   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자활동                | 94   | 94    | 94    | 94    | 94    |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | -88  | -32   | -32   | -40   | -38   |
| 단기금융부채의 증가(감소)        | 0    | -0    | -0    | -8    | -6    |
| 장기금융부채의 증가(감소)        | -66  | -0    | -0    | -0    | -0    |
| 자본의 증가(감소)            | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급                 | 0    | -11   | -11   | -11   | -11   |
| 기타재무활동                | -21  | -21   | -21   | -21   | -21   |
| <b>현금의 증가</b>         | -47  | 10    | 24    | 82    | 95    |
| 기초현금                  | 118  | 71    | 81    | 105   | 187   |
| 기말현금                  | 71   | 81    | 105   | 187   | 282   |
| FCF                   | 19   | -53   | -39   | 27    | 38    |

자료: 금호산업 SK증권 추정

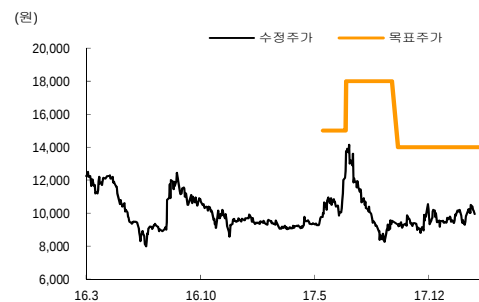
## 포괄손익계산서

| (단위: 십억원)       | 2016  | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,354 | 1,301 | 1,389 | 1,619 | 1,799 |
| <b>매출원가</b>     | 1,250 | 1,193 | 1,267 | 1,467 | 1,625 |
| <b>매출총이익</b>    | 104   | 108   | 121   | 152   | 174   |
| 매출총이익률(%)       | 7.7   | 8.3   | 8.7   | 9.4   | 9.7   |
| <b>판매비와관리비</b>  | 62    | 76    | 65    | 76    | 86    |
| <b>영업이익</b>     | 42    | 32    | 56    | 76    | 88    |
| 영업이익률(%)        | 3.1   | 2.4   | 4.0   | 4.7   | 4.9   |
| <b>조정영업이익</b>   | 42    | 32    | 56    | 76    | 88    |
| <b>비영업손익</b>    | 36    | 60    | 28    | 28    | 28    |
| 순금융손익           | -13   | -13   | -13   | -13   | -13   |
| 외환관련손익          | -0    | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 관계기업등 투자손익      | 45    | 40    | 35    | 35    | 35    |
| <b>세전계속사업이익</b> | 78    | 91    | 84    | 104   | 116   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 5.8   | 7.0   | 6.1   | 6.4   | 6.4   |
| 계속사업법인세         | 42    | 5     | 4     | 5     | 6     |
| <b>계속사업이익</b>   | 36    | 87    | 80    | 99    | 110   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 36    | 87    | 80    | 99    | 110   |
| 순이익률(%)         | 2.7   | 6.7   | 5.8   | 6.1   | 6.1   |
| <b>지배주주</b>     | 36    | 87    | 80    | 99    | 110   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 2.7   | 6.7   | 5.8   | 6.1   | 6.1   |
| <b>비지배주주</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>총포괄이익</b>    | 17    | 91    | 85    | 108   | 119   |
| <b>지배주주</b>     | 17    | 91    | 85    | 108   | 119   |
| <b>비지배주주</b>    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>EBITDA</b>   | 43    | 32    | 57    | 76    | 87    |

## 주요투자지표

|                       | 2016  | 2017P  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성(%)</b>         |       |        |        |        |        |
| 매출액                   | -11.6 | -3.9   | 6.8    | 16.6   | 11.1   |
| 영업이익                  | 101.2 | -24.6  | 78.3   | 35.4   | 15.1   |
| 세전계속사업이익              | 흑전    | 17.0   | -7.8   | 23.7   | 11.1   |
| EBITDA                | 95.8  | -25.1  | 76.2   | 34.4   | 13.8   |
| EPS                   | 흑전    | 140.9  | -7.8   | 23.7   | 11.1   |
| <b>수익성(%)</b>         |       |        |        |        |        |
| ROA(%)                | 2.8   | 6.7    | 5.9    | 6.6    | 6.6    |
| ROE(%)                | 12.0  | 24.8   | 19.0   | 19.8   | 18.5   |
| EBITDA마진(%)           | 3.2   | 2.5    | 4.1    | 4.7    | 4.8    |
| <b>안정성(%)</b>         |       |        |        |        |        |
| 유동비율(%)               | 105.8 | 103.5  | 99.2   | 110.9  | 122.1  |
| 부채비율(%)               | 309.5 | 238.7  | 209.6  | 189.5  | 169.9  |
| 순차입금/자기자본(%)          | 42.6  | 31.7   | 21.5   | 3.1    | -12.2  |
| EBITDA/이자비용(배)        | 2.8   | 2.0    | 3.5    | 4.7    | 5.3    |
| <b>주당지표(원)</b>        |       |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)             | 1,018 | 2,453  | 2,263  | 2,798  | 3,108  |
| BPS                   | 8,666 | 10,819 | 12,781 | 15,279 | 18,086 |
| CFPS                  | 50    | 100    | 93     | 112    | 122    |
| 주당 현금배당금              | 0     | 300    | 300    | 300    | 300    |
| <b>Valuation지표(배)</b> |       |        |        |        |        |
| PER(최고)               | 14.9  | 5.8    | 6.3    | 5.1    | 4.6    |
| PER(최저)               | 7.6   | 3.4    | 3.7    | 3.0    | 2.7    |
| PBR(최고)               | 1.7   | 1.3    | 1.1    | 0.9    | 0.8    |
| PBR(최저)               | 0.9   | 0.8    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| PCR                   | 194.7 | 99.4   | 106.8  | 89.1   | 81.7   |
| EV/EBITDA(최고)         | 9.1   | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| EV/EBITDA(최저)         | 4.4   | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |

| 일시         | 투자의견      | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |           |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2018.03.05 | 매수        | 14,000원 | 6개월          |         |                |
| 2018.02.12 | 매수        | 14,000원 | 6개월          | -31.40% | -24.64%        |
| 2017.11.13 | 매수        | 14,000원 | 6개월          | -31.81% | -24.64%        |
| 2017.10.09 | 매수        | 14,000원 | 6개월          | -33.08% | -29.50%        |
| 2017.08.11 | 매수        | 18,000원 | 6개월          | -41.64% | -21.39%        |
| 2017.07.13 | 매수        | 18,000원 | 6개월          | -32.56% | -21.39%        |
| 2017.07.05 | 매수        | 18,000원 | 6개월          | -23.89% | -21.39%        |
| 2017.05.23 | 매수        | 15,000원 | 6개월          | -28.86% | -16.33%        |
| 2017.05.12 | Not Rated |         |              |         |                |



## Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 3 월 5 일 기준)

|    |        |    |        |    |    |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 89.36% | 중립 | 10.64% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|