



## BUY(Maintain)

목표주가: 17,000원 (상향)

주가(5/11): 14,150원

시가총액: 5,073억원

## 건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (5/11)		2,477.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,900원	8,260원
등락률	-5.0%	71.3%
수익률	절대	상대
1M	30.4%	28.7%
6M	50.5%	54.5%
1Y	51.8%	40.7%

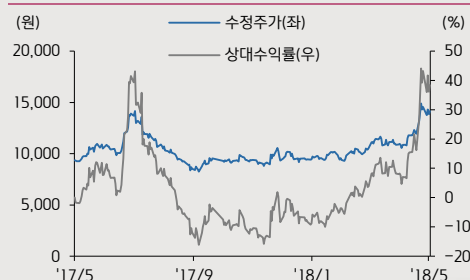
## Company Data

발행주식수	35,850천주
일평균 거래량(3M)	293천주
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(18E)	3.5%
BPS(18E)	13,756원
주요 주주	금호홀딩스 외 5인 49.0%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,979	13,818	16,034	18,077
영업이익	311	466	586	690
EBITDA	322	477	597	701
세전이익	998	1,051	675	846
순이익	953	997	639	797
지배주주지분순이익	953	1,011	639	797
EPS(원)	2,653	2,798	1,768	2,206
증감률(%)YoY	159.8	5.5	-36.8	24.8
PER(배)	3.6	5.1	8.0	6.4
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	15.8	13.4	10.7	8.9
영업이익률(%)	2.4	3.4	3.7	3.8
ROE(%)	27.1	23.3	12.8	14.4
순부채비율(%)	41.5	25.6	23.0	18.5

## Price Trend



## ☑ 1Q18 실적 &amp; NDR Review

## 금호산업 (002990)

## 하나씩 사라지는 디스카운트 요인



〈장 중 실적발표〉 1분기 매출액 2,813억원(YoY +10.6%), 영업이익 56억원(YoY +68.9%)을 기록했습니다. 일회성 손실을 제외하면 양호한 실적입니다. 주요 리스크였던 금호타이어 매각 불확실성과 아시아나항공 유동성 리스크는 해소됐다는 판단입니다. 1) 공항공사 발주 본격화, 2) 매출 성장 및 이익 개선, 3) 남북경협 실적적 수혜 기대 등 펀더멘털 개선과 유리해지는 영업환경에 주목해야 합니다.

## &gt;&gt;&gt; 5개 분기 만에 전년대비 증가세를 기록한 매출

동사는 1분기 매출액 2,813억원(YoY +10.6%, QoQ -35.0%), 영업이익 56억원(YoY +68.9%, QoQ +23.2%)을 기록했다. 시장기대치를 크게 하회했지만, 이는 케이타링서비스공장의 화재로 인해 53억원의 지체보상금을 반영했기 때문이다. 일회성 손실을 제외하면 양호한 실적을 기록한 셈이다. 작년까지 동사는 수주잔고의 빠른 증가대비 매출 성장이 기대치에 미치지 못했다. 이는 2014년까지 부진했던 수주에 기인한다. 이후 양호한 신규수주에 따른 수주잔고 증가로 올해부터는 매출 성장이 본격화 될 전망이다. 1분기 매출이 5개 분기 만에 전년대비 증가세를 기록했다는 점에 주목할 필요가 있다. 더불어 워크아웃 기간 동안 최저가로 수주했던 장기 대형 현장들이 작년에 대부분 준공됐기 때문에, 수익성 역시 빠르게 개선될 가능성이 높다. 1분기 일회성 요인으로 인해 아쉬운 실적을 기록했지만, 2분기부터는 개선될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 본격적인 발주가 시작될 공항 프로젝트 &amp; 남북경협 수혜

1분기 신규수주는 4,130억원으로 전년대비 49.1% 감소했지만, 현재 약 3,000억원의 MOU물량을 보유하고 있어 수주목표 2조원은 달성할 수 있을 것으로 전망된다. 주택 관련 수주 증가는 LH와의 민간합동사업과 신택사 개발사업이 대부분으로 최근 부동산 규제에도 불구하고 향후 리스크는 제한적일 것으로 판단된다. 특히 8월 입찰 예정인 인천국제공항4단계를 시작으로 하반기부터는 대규모 공항 건설 프로젝트가 본격적으로 발주될 전망이다. 6.13 지방선거 이후에는 수원, 대구, 광주 등 지방거점 공항들의 발주계획도 구체화 될 것으로 판단된다. 남북경협과 관련해서는 개성공단 종합지원센터 공사수행 경험을 보유하고 있다. 북한에서 공사수행 경험을 보유한 건설사가 4개 정도에 불과한 점을 감안하면, 남북경협이 본격화 될 경우 실질적인 수혜가 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 하나씩 사라지는 디스카운트 요인

그동안 동사는 1) 금호타이어 매각 불확실성, 2) 아시아나항공 유동성 리스크 등의 요인으로 주가가 부진했다. 가장 큰 디스카운트 요인이었던 금호타이어 매각 불확실성은 박삼구 회장의 우선매수청구권 포기과 상표권 계약이 완료되면서 해소됐다는 판단이다. 최근 아시아나항공은 주식담보대출, ABS 발행, 지분매각, 전환사채 발행, 사옥매각, 영구채 발행 계획 등을 통해 불확실성을 해소하고 있다. 금호타이어 매각 이슈 완료로 주채권단으로부터 여신 연장도 가능한 것으로 파악돼 유동성 리스크 역시 해소됐다는 판단이다. 동사는 매출 성장 및 이익 개선이 보다 뚜렷해질 전망이며, 국내에서는 유일하게 공항공사 8개 패키지 시공 기술 모두를 확보하고 있다. 남북경협의 실질적인 수혜도 기대되며, 건설업종에서는 높은 수준의 배당도 지급될 전망이다. 동사의 펀더멘털 개선과 유리해지는 영업환경에 주목하자. 투자여건은 Buy를 유지하며, 목표주가는 기존 14,000원에서 17,000원으로 상향한다.

## 금호산업 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,543	2,995	3,116	4,325	2,813	3,124	3,315	4,566	12,979	13,818	16,034	18,077
토목	913	1,197	1,123	1,541	941	1,215	1,148	1,597	4,774	4,902	5,336	5,821
건축	931	1,042	1,148	1,530	1,189	1,170	1,299	1,729	4,651	5,387	6,508	7,392
주택	603	632	690	1,013	630	654	741	1,214	2,938	3,238	4,190	4,864
해외	95	124	155	242	52	85	128	26	616	290	0	0
매출원가율	92.8	92.1	91.4	90.7	93.8	92.4	92.2	91.1	91.6	92.2	92.1	92.0
토목	96.3	93.0	94.0	95.8	98.4	94.1	94.9	95.5	94.8	95.6	95.3	95.0
건축	91.4	96.1	91.7	86.8	93.7	94.0	92.7	90.6	91.0	92.6	93.0	93.0
주택	89.0	82.6	86.3	85.5	87.6	85.8	86.4	86.0	85.8	86.4	86.8	87.0
해외	97.8	97.9	93.2	103.8	88.8	94.4	96.3	95.3	99.0	94.3	N/A	N/A
매출총이익률	7.2	7.9	8.6	9.3	6.2	7.6	7.8	8.9	8.4	7.8	7.9	8.0
영업이익	33	87	145	45	55	113	137	161	311	466	586	690
영업이익률	1.3	2.9	4.7	1.0	2.0	3.6	4.1	3.5	2.4	3.4	3.7	3.8
세전이익	365	-200	170	664	15	612	261	177	998	1,065	675	846
순이익	354	-200	167	631	13	582	248	168	953	1,011	639	797
순이익률	13.9	-6.7	5.4	14.6	0.5	18.6	7.5	3.7	7.3	7.3	4.0	4.4

자료: 금호산업, 키움증권

## 금호산업 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q17	4Q17	1Q18P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	2,543	4,325	2,813	10.6%	-35.0%	2,766	1.7%
GPM	7.2%	9.3%	6.2%	-1%p	-3.1%p	8.6%	-2.4%p
영업이익	33	45	55	68.9%	23.2%	77	-27.6%
OPM	1.3%	1.0%	2.0%	0.7%p	0.9%p	2.8%	-0.8%p
세전이익	365	664	15	-95.8%	-97.7%	46	-67.1%
순이익	354	631	13	-96.2%	-97.9%	44	-69.2%

자료: 금호산업, 키움증권

## 금호산업 SOTP(sum of the Parts) Valuation

	가치		
영업가치(억원) (A)	3,985	NOPLAT	multiple
건설(억원)	3,985	498	8 2018~2019 평균
투자자산가치(억원) (B)	3,551	지분율	시가총액
아시아나항공(억원)	2,691	33.47%	8,041 6개월 평균 시가총액 20% 할인
비상장주식(억원)	833		장부가
투자부동산(억원)	27		833 장부가 기준 30% 할인 (적자 법인 50% 할인)
재무구조(억원) (C)	1,630		27 장부가 기준
순차입금	1,565		4개 분기 평균
우선주시가총액	65		65 6개월 평균 시가총액
합산가치(억원) (A+B-C)	5,906		
적용주식수(주)	35,171,976		자사주 제외
주당가치(원)	16,792		
적정주가(원)	17,000		
현재주가(5/11)(원)	14,150		
Upside(%)	20.1		

자료: 키움증권

## 금호산업 상표권 합의 (연간 매출액 기준)

	최초 5년	5년~10년	10년 이후
요율	0.05%	0.1%	0.2%

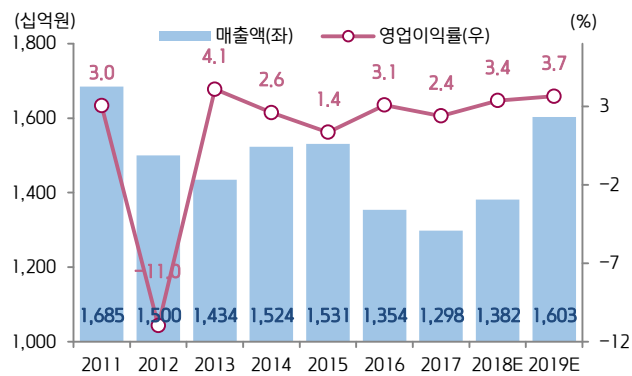
자료: 금호산업, 키움증권

## 아시아나항공 유동성 확보 현황

구분	금액
1월 에어부산 주식담보대출	1,100억원
2월 홍콩지역 수입금 담보 ABS 발행	1,500억원
3월 CJ대한통운 지분 매각	940억원
4월 전환사채 발행	1,000억원
5월 사옥매각	4,180억원(순현금 약 2,500억원)
하반기 주채권단 여신연장	약 3,000억원
하반기 영구채 발행	약 2,200억원

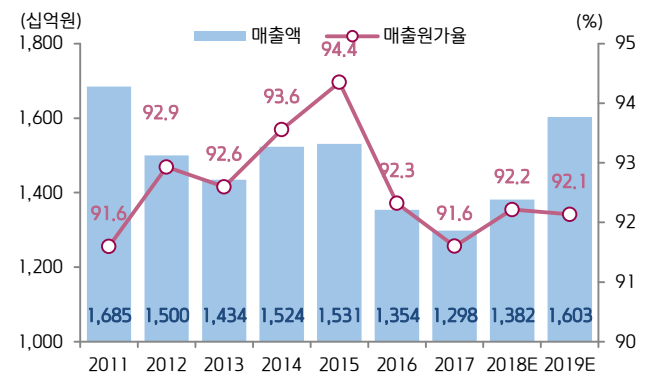
자료: 언론 정리, 키움증권

## 금호산업 매출액 및 영업이익률 추이



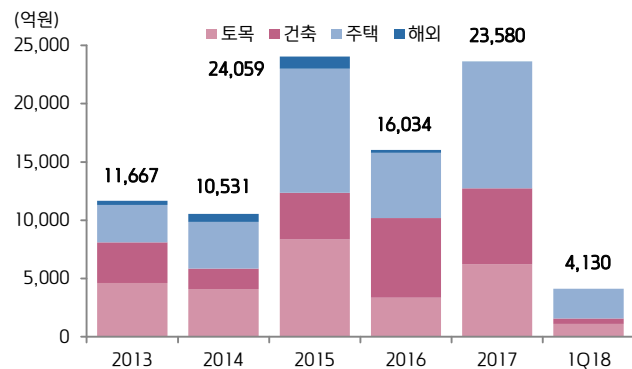
자료: 금호산업, 키움증권

## 금호산업 매출액 및 매출원가율 추이



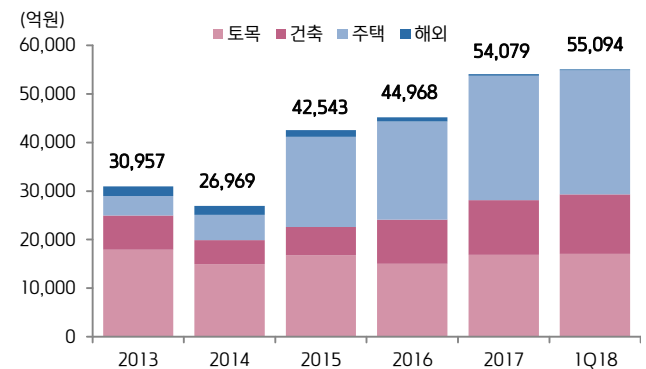
자료: 금호산업, 키움증권

## 금호산업 신규수주 추이



자료: 금호산업, 키움증권

## 금호산업 수주잔고 추이



자료: 금호산업, 키움증권

## 새로 건설 예정이거나 검토 중인 민간 공항

예상 발주 시기	프로젝트	총 사업비	완료 예정	내용
2016.11	제주공항 1차 단계 투자	2,400억원	2018년 준공	* 금호산업 수주 * 활주로 시설확충 및 터미널 증축, * 즉시 시행 가능한 활주로 시설확충 및 터미널 증축 등을 수행하여 공항시설 용량 증대
2017 상반기	흑산도 소형공항	1,835억원	2021년 개항	* 신공항 건설 * 금호산업+롯데건설+포스코건설+이수이 컨소시엄 수주 * 공사비 1,330억원 * 실시 설계 中
2018 하반기	울릉도 소형공항	5,805억원	2022년 개항	* 신공항 건설 * 2017년 하반기 기본설계 완료 → 2018년 실시설계 후 착공 계획 * 공사비 5,100억원 * 7월 입찰공고 예정, 동사는 컨소시엄으로 참여 계획
2018 하반기	인천국제공항 4단계 건설사업	42,000억원	2023년 개항	* 2017년 11월 '인천공항 건설 기본계획' 확정 * 공사비 35,000억원(올해 배정분 3,750억원) * 8월 입찰공고 예정, 11월 시공사 선정 예정 * 제2여객터미널 추가 확장, 여객계류장 확장, 제4활주로 신설 공사 등 * 여객처리능력 연간 7,200만명 → 1억명, 화물 연간 580만톤 → 630만톤
2019 상반기	김해 신공항	59,576억원	2021년 착공 2026년 개항	* 신공항 건설 * 여객터미널 3,800만명/년처리목표 국제선 터미널 2,800만명/년처리목표, 국내선 터미널 1,000만명/년처리목표, 김해공항 서편에 활주로 3,200m, 활주로 수용능력: 29.9만회/년, 계류장, 관제탑 등 * 도로·철도 등 접근교통시설 확충(신공항 직접 연결) (향후 일정) 예비타당성조사 완료(2017.4) → 건설 및 운영계획 수립을 위한 기본계획수립 용역(2017.8, 포스코건설 컨소시엄 선정) → 기본계획 고시(2018년 하반기) → 기본 및 실시설계(2019~2020) → 2021년 착공 → 2025년 종합시운전 → 2026년 개항 추진
2019 하반기	제주 2공항	48,700조원	2020년 착공 2025년 개항	* 신공항 건설 * 여객터미널 2,500만명/년처리목표, 서귀포 성산에 활주로(3,200m), 관제탑, 접근도로 등 건설 (향후 일정) 예비타당성조사 완료('16.12) → 17년 상반기 중 기본계획 수립 용역 착수 → 기본 및 실시설계('18) → 용지 보상('20) → '20년 착공 '25 개항 추진
미정	제주공항 2차 단계 투자			* 신규 매입부지 등을 활용하여 공항시설 확장 * 공항운영 개선, 접근교통체계 재정비 등 종합 시행
	대구공항 통합이전	72,460억원 (공사비 5.8조원)		* (추진방식) 군공항은 기부 대 양여 사업으로, 민간공항은 국토부(공항공사) 사업으로 각각 추진하되 동시 이전 * 철곡 이전 결정
	수원 군공항 이전	약 7조원		* (추진방식) 수원시가 시설을 건설해 기부하고 국방부가 부지를 양여하는 방식으로 추진 중 * 화성 이전 결정
	광주 군공항 이전	약 5.7조원		* (추진방식) 기부 대 양여 방식 * 무안 이전 결정
	새만금 신공항	4,000억원	2023년	* 신공항 건설, 기존 김제 및 군산 공항 대체
	백령도 소형공항	790억원	2024년	* 군+민간 겸용 신공항 건설 * 도서지 접근성 개선을 위해 소형공항 건설
	서산 신공항	500억원	2020년	* 기존 공군 비행장에 민항시설 추가

자료: 국토교통부, 기획재정부, 금호산업, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,537	12,979	13,818	16,034	18,077
매출원가	12,497	11,889	12,743	14,773	16,638
매출총이익	1,040	1,090	1,075	1,261	1,439
매출총이익률(%)	7.7	8.4	7.8	7.9	8.0
판매비및일반관리비	622	780	609	675	748
영업이익	418	311	466	586	690
영업이익률(%)	3.1	2.4	3.4	3.7	3.8
영업외손익	363	688	585	89	156
금융수익	21	28	19	17	15
금융원가	158	210	233	233	225
기타수익	579	124	653	118	241
기타비용	186	125	152	159	161
종속및관계기업관련손익	107	871	298	346	286
법인세차감전이익	781	998	1,051	675	846
법인세비용	421	46	54	36	49
유효법인세율	53.9	4.6	5.1	5.4	5.8
당기순이익	360	953	997	639	797
순이익률(%)	2.7	7.3	7.2	4.0	4.4
지배주주지분순이익	360	953	1,011	639	797
EBITDA	430	322	477	597	701
EBITDA margin (%)	3.2	2.5	3.5	3.7	3.9
증감율(% YoY)					
매출액	-11.6	-4.1	6.5	16.0	12.7
영업이익	101.2	-25.7	50.0	25.7	17.9
법인세차감전이익	흑전	27.8	5.3	-35.8	25.4
당기순이익	흑전	164.4	4.7	-35.9	24.8
지배주주지분당기순이익	흑전	164.4	6.1	-36.8	24.8
EBITDA	95.8	-25.0	48.0	25.1	17.5
EPS	흑전	159.8	5.5	-36.8	24.8

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,378	6,544	7,064	7,463	8,078
현금및현금성자산	713	541	778	626	572
매출채권및기타유동채권	4,922	4,324	4,132	4,719	5,309
재고자산	345	304	328	382	430
기타유동자산	1,398	1,375	1,826	1,736	1,766
비유동자산	5,368	6,305	6,416	6,668	6,890
장기매출채권및기타비유동채권	326	216	263	311	352
유형자산	94	92	88	84	81
무형자산	46	38	35	30	24
투자자산	4,075	5,160	5,171	5,244	5,307
기타비유동자산	826	798	859	998	1,126
자산총계	12,746	12,849	13,480	14,131	14,967
유동부채	6,974	6,730	6,672	6,954	7,270
매입채무및기타유동채무	5,561	5,432	5,359	5,574	5,825
유동성이자발생차입금	920	871	871	871	871
기타유동부채	493	427	442	509	573
비유동부채	2,659	2,192	2,047	1,952	1,851
장기매입채무및기타비유동채무	22	19	20	24	27
사채및장기차입금	1,769	1,300	1,127	955	782
기타비유동부채	868	873	899	973	1,043
부채총계	9,633	8,922	8,719	8,906	9,122
자본금	1,769	1,807	1,807	1,807	1,807
자본잉여금	126	158	158	158	158
이익잉여금	1,243	2,084	2,919	3,382	4,003
기타자본	-25	-122	-122	-122	-122
지배주주지분자본총계	3,113	3,927	4,761	5,224	5,846
자본총계	3,113	3,927	4,761	5,224	5,846
총차입금	2,689	2,172	1,999	1,826	1,653
순차입금	1,976	1,631	1,221	1,200	1,081

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	191	759	1,186	336	539
당기순이익	360	953	1,011	639	797
감가상각비	7	8	8	8	8
무형자산상각비	5	4	3	3	3
GrossCashFlow	681	817	477	597	701
운전자본변동	-281	-52	709	-261	-163
매출채권및기타채권의증감	-460	370	193	-587	-590
재고자산의증감	-19	-175	-24	-54	-49
매입채무및기타채무의증감	823	-337	-73	215	252
영업에서창출된현금흐름	400	766	1,186	336	539
투자활동현금흐름	222	-103	-348	50	-65
투자자산의증감	43	-175	-11	-73	-63
유형자산의감소	2	1	2	1	1
유형자산의증가(CAPEX)	-5	-5	-5	-5	-5
무형자산의증감	-2	6	0	1	2
기타	184	71	-333	126	0
FreeCashFlow	395	767	1,182	334	537
재무활동현금흐름	-875	-826	-600	-536	-527
차입금의증가(감소)	-661	-523	-173	-173	-173
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-74	-26	0	0
배당금지급	0	-106	-177	-176	-176
기타	-214	-123	-224	-187	-178
현금및현금성자산의순증가	-465	-173	237	-152	-54
기초현금및현금성자산	1,178	713	541	778	626
기말현금및현금성자산	713	541	778	626	572

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,021	2,653	2,798	1,768	2,206
BPS	8,811	11,332	13,756	15,072	16,839
주당EBITDA	1,219	902	1,355	1,697	1,994
SPS	38,348	36,135	38,233	44,365	50,016
DPS	300	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	9.5	3.6	5.1	8.0	6.4
PBR	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.6	15.8	13.4	10.7	8.9
PSR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
배당수익률	3.1	5.3	3.5	3.5	3.5
배당성향	29.5	18.6	17.4	27.5	22.1
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.0	27.1	23.3	12.8	14.4
총자산이익률(ROA)	2.8	7.4	7.6	4.6	5.5
투자자본이익률(ROIC)	66.6	-267.3	-129.7	-5,070.8	120.2
안정성(%)					
부채비율	309.5	227.2	183.1	170.5	156.0
순차입금비율	63.5	41.5	25.6	23.0	18.5
유동비율	105.8	97.2	105.9	107.3	111.1
이자보상배율(배)	2.8	2.4	4.0	5.5	7.2
활동성(회)					
매출채권회전율	2.9	2.8	3.3	3.6	3.6
재고자산회전율	29.9	40.0	43.7	45.2	44.5
매입채무회전율	2.5	2.4	2.6	2.9	3.2

## Compliance Notice

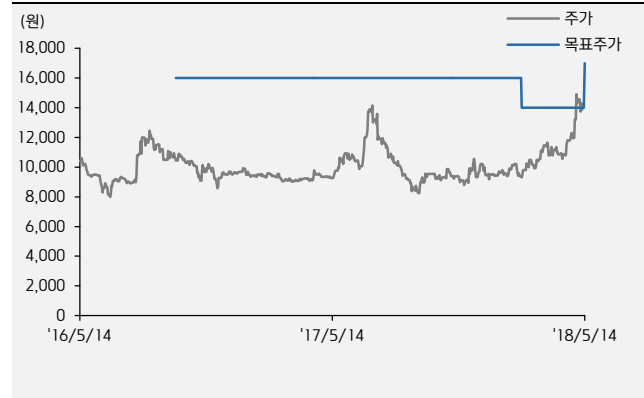
- 당사는 5월 11일 현재 '금호산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견 변동내역

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
금호산업 (002990)	2016/09/30	Buy(Initiate)	16,000원	6개월	-36.26	-31.88
	2016/11/08	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-37.18	-31.88
	2016/11/28	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-39.16	-31.88
	2017/02/16	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-39.93	-31.88
	2017/05/12	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-35.81	-31.56
	2017/06/20	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-30.75	-11.56
	2017/07/19	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-30.32	-11.56
	2017/08/11	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-36.03	-11.56
	2017/11/10	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-40.03	-34.06
	2018/02/12	BUY(Maintain)	14,000원	6개월	-19.31	6.43
	2018/05/14	BUY(Maintain)	17,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이



## 투자자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%