

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

Company Data

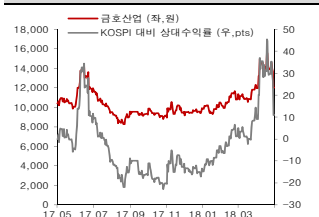
자본금	181 십억원
발행주식수	3,614 만주
자사주	97 만주
액면가	5,000 원
시가총액	430 십억원
주요주주	
금호홀딩스(외5)	49.04%

외국인지분율	10.40%
배당수익률	3.70%

Stock Data

주가(18/05/25)	12,000 원
KOSPI	2460.80 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	15,650 원
52주 최저가	8,260 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.8%	13.7%
6개월	49.3%	54.1%
12개월	37.1%	28.8%

금호산업 (002990/KS | 매수(유지) | T.P 18,000 원(상향))

디스카운트 요인의 해소, 좋아질 실적을 기다리자

금호산업의 주가 할인 요인인 금호타이어 이슈, 아시아나항공 자금조달 이슈는 모두 소강 상태에 접어들었다. 2018 년은 잔고가 매출화되며 성장성에 시동이 걸리는 한 해가 될 것으로 기대, 연간 500 억원 이상의 영업이익 달성이 가능할 전망이다. 아시아나항공 보유 지분가치를 감안, 목표주가를 18,000 원으로 상향하며, 중소형 건설주 내 Top-pick 추천을 유지한다. 신공항 발주 사이클 역시 주가에 좋은 모멘텀으로 작용할 전망이다

복잡한 이슈는 가고, 좋아질 실적이 온다

금호산업의 밸류에이션 디스카운트 요소였던 금호타이어 인수 가능성 및 아시아나항공 재무구조 악화에 따른 자금 출연 리스크 등이 해소되었다. 박삼구 회장의 우선매수권 포기과 더불어 상표권 계약 역시 마무리되면서 더 이상 금호타이어의 노이즈가 발생할 여지가 없는 상황이다. 자회사인 아시아나항공의 자금 조달 역시도 사육 매각 및 채권단과의 MOU 를 통한 여신 기한 연장 등으로 소강되어 가는 상황이다. 금호산업의 보유 수주잔고는 4.5 년치로, 지난 4 분기부터 잔고의 매출화가 두드러지면서 성장세가 나타나고 있다. 이는 중소형 건설사가 2018 년 실적이 pick-out 하는 것과 대조적으로, 2018 년 하반기부터는 성장 속도가 더욱 가파를 것으로 전망된다. 1 분기의 경우 현장 화재에 따른 일회성 손실 반영으로 기대에 다소 못미치는 마진을 달성했으나, 연간 500 억원을 상회하는 영업이익 달성에는 무리가 없을 것으로 판단된다.

신공항 공사의 최대 수혜주!

금호산업은 국내 공항공사 3 위 업체로, 필리핀 푸에르토 프린세사 공항 등 다수의 공항 실적을 보유하고 있다. 신공항 공사 발주의 신호탄인 흑산도 공항을 기 수주하였으며, 향후 김해신공항, 제주신공항 및 지역 거점 군공항의 이전 등에 따른 활발한 공항 발주가 나타날 것으로 기대된다. 금호산업의 매출액 규모를 감안할 때, 지방선거 이후 도래할 신공항 발주 사이클의 최대 수혜주가 될 것으로 예상된다.

멀티플 정상화 및 보유 지분가치 감안, 목표주가 18,000 원으로 상향

디스카운트 이슈의 제거로 인해 금호산업의 목표주가를 멀티플 밸류에이션이 아닌 Sum-of-the-parts 방식을 통해 지분가치를 고려하였으며, 이에 따라 18,000 원으로 상향 조정, 중소형 건설주 내 Top-pick 추천을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,531	1,354	1,298	1,394	1,608	1,794
yoy	%	0.5	-11.6	-4.1	7.4	15.4	11.6
영업이익	십억원	21	42	31	49	75	82
yoy	%	-47.8	101.2	-25.7	58.0	53.1	8.9
EBITDA	십억원	22	43	32	51	78	89
세전이익	십억원	-15	78	100	80	111	121
순이익(지배주주)	십억원	-6	36	95	76	106	115
발표영업이익률%	%	1.4	3.1	2.4	3.5	4.7	4.6
EBITDA%	%	1.4	3.2	2.5	3.6	4.9	4.9
순이익률	%	-0.4	2.7	7.3	5.4	6.6	6.4
EPS	원	-174	1,018	2,636	2,099	2,929	3,187
PER	배	n/a	9.5	3.6	5.7	4.1	4.1
PBR	배	1.8	1.1	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	25.9	11.0	14.1	10.1	5.4	5.4
ROE	%	-2.1	12.0	27.1	18.0	21.4	19.6
순차입금	십억원	54	133	113	81	-10	-10
부채비율	%	351.5	309.5	227.2	196.1	167.5	143.0

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

(단위: 십억원)		비고
금호산업 영업가치 (A)	400.0	EBITDA*EV Multiple
EBITDA	64.5	2018~2019E 평균 EBITDA
EV/EBITDA (배)	6.2	건설 업종 EV/EBITDA 8.2X에서 25% 할인
아시아나항공 지분가치 (B)	271.2	지분가치에서 20% 할인 적용
아시아나항공 시가총액 (03/02)	1,013	
금호산업 지분율 (%)	33.5	
순차입금 (C)	35.4	2018~2019E 평균 순차입금
Net Asset Value (D=A+B-C)	635.8	
number of shares (E, 천 주)	35,899	자사주 차감
주당NAV (D/E, 원)	18,000	
현재주가 (원, 05/25)	12,000	
Upside (%)	50.0	
기준목표주가 (원)	14,000	
변동률 (%)	28.6	

자료: SK 증권

아시아나항공 시가총액 할인율에 따른 금호산업 내재가치 변화

(단위: 십억원)	30% 할인	20% 할인	10% 할인	단순적용
금호산업 영업가치 (A)	400.0	400.0	400.0	400.0
EBITDA	64.5	64.5	64.5	64.5
EV/EBITDA (X)	6.2	6.2	6.2	6.2
아시아나항공 지분가치 (B)	237.3	271.2	305.1	339.0
아시아나항공 시가총액 (05/25)	1,013	1,013	1,013	1,013
금호산업 지분율 (%)	33.5	33.5	33.5	33.5
순차입금 (C)	35.4	35.4	35.4	35.4
Net Asset Value (D=A+B-C)	601.9	635.8	669.7	703.6

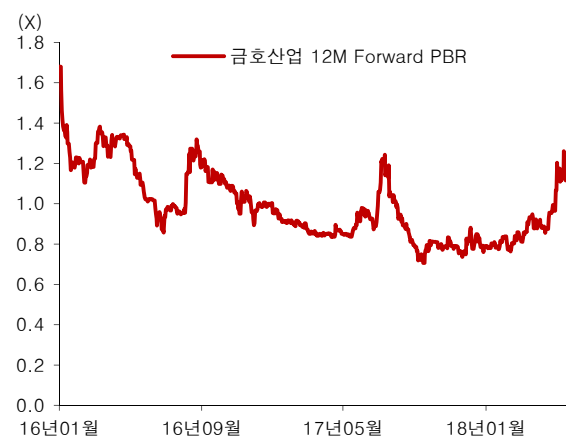
자료: SK 증권

금호산업 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, SK 증권

금호산업 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

금호산업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,301	1,394	1,608	254	300	312	435	281	328	340	444
토목	478	480	497	91	120	112	155	94	119	110	157
건축	466	505	515	93	104	115	154	119	112	122	152
주택	294	380	594	60	63	69	102	63	91	102	124
해외	62	28	2	9	12	16	24	5	5	6	11
Sales Growth (YoY %)	-3.9	7.2	15.4	-4.4	-3.8	-5.1	-2.9	10.6	9.6	9.1	2.1
토목	-12.7	0.4	3.5	-13.3	-3.0	-5.0	-22.9	3.1	-0.4	-2.0	1.2
건축	20.7	8.4	1.9	36.2	14.2	12.7	23.5	27.7	7.7	6.2	-1.1
주택	-13.9	29.2	56.1	-17.6	-20.6	-22.9	2.2	4.5	44.4	47.7	21.9
해외	-20.4	-55.3	-92.1	-49.9	-28.1	-16.7	6.8	-45.4	-56.2	-61.6	-54.8
Sales Growth (QoQ %)				-43.3	17.8	4.0	39.6	-35.3	16.7	3.6	30.7
토목				-54.6	31.1	-6.2	38.0	-39.3	26.7	-7.7	42.5
건축				-25.3	11.9	10.2	34.1	-22.7	-5.6	8.6	24.8
주택				-39.5	4.8	9.2	47.7	-38.1	44.8	11.7	21.9
해외				-58.3	30.6	25.0	56.8	-78.7	4.9	9.6	84.5
매출총이익	108	112	148	18	24	27	39	17	27	28	39
토목	24	18	23	3	8	7	6	2	5	4	7
건축	41	42	43	8	4	10	20	7	9	11	14
주택	42	52	81	7	11	10	15	8	12	14	18
해외	0	0	0	0	0	1	-1	1	-0	-1	1
매출총이익률 (%)	8.3	8.0	9.2	7.1	7.9	8.6	9.0	6.2	8.1	8.3	8.9
토목	5.1	3.7	4.5	3.7	7.0	6.0	3.9	1.6	4.0	3.9	4.6
건축	8.9	8.3	8.4	8.6	3.9	8.4	12.9	6.3	8.4	9.0	9.2
주택	14.1	13.7	13.7	11.0	17.4	13.8	14.2	12.4	13.6	13.9	14.1
해외	0.7	0.8	0.8	2.2	1.6	6.5	-4.1	11.2	-0.3	-18.1	6.8
영업이익	32	49	75	3	9	15	5	6	11	13	19
영업이익률 (%)	2.4	3.5	4.7	1.3	2.9	4.7	1.1	2.0	3.5	3.9	4.3
순이익	95	76	106	35	-20	17	63	1	7	30	38
순이익률 (%)	7.3	5.4	6.6	13.9	-6.7	5.4	14.5	0.5	2.0	8.8	8.6

자료: 금호산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	738	654	672	803	1,015
현금및현금성자산	71	54	86	177	326
매출채권 및 기타채권	491	425	401	441	487
재고자산	34	30	34	22	29
비유동자산	537	630	662	637	529
장기금융자산	114	119	119	119	119
유형자산	9	9	0	-3	-9
무형자산	5	4	4	4	4
자산총계	1,275	1,285	1,334	1,440	1,544
유동부채	697	673	663	680	685
단기금융부채	81	76	76	65	57
매입채무 및 기타채무	483	460	492	520	535
단기충당부채	47	40	40	40	39
비유동부채	266	219	220	222	223
장기금융부채 (사채+장차)	177	130	130	130	130
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	43	44	45	45	45
부채총계	963	892	884	901	908
지배주주지분	311	393	450	538	635
자본금	177	181	181	181	181
자본잉여금	13	16	16	16	16
기타자본구성요소	0	-8	-8	-8	-8
자기주식	0	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	124	208	266	354	451
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	311	393	450	538	635
부채외자본총계	1,275	1,285	1,334	1,440	1,544

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	19	76	70	141	194
당기순이익(손실)	36	95	76	106	115
비현금수익비용가감	11	-14	38	28	31
유형자산감가상각비	1	1	1	3	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	55	71	71	71	71
운전자본감소(증가)	-28	-5	-43	7	48
매출채권의감소(증가)	-24	37	-24	40	46
재고자산의감소(증가)	-2	-17	4	-12	7
매입채무의증가(감소)	79	-34	-32	-28	-14
기타	-81	9	9	9	9
법인세납부	-21	-1	-1	-1	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	22	-10	-8	-7	-7
금융자산감소(증가)	-72	-3	1	1	1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-0	1	0	0	0
기타투자활동	94	-8	-8	-8	-8
재무활동으로 인한 현금흐름	-88	-83	-31	-42	-38
단기금융부채의 증가(감소)	0	-5	-0	-11	-8
장기금융부채의 증가(감소)	-66	-47	-0	-0	-0
자본의 증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금지급	0	-11	-18	-18	-18
기타재무활동	-21	-12	-12	-12	-12
현금의 증가	-47	-17	32	92	148
기초현금	118	71	54	86	177
기말현금	71	54	86	177	326
FCF	19	75	70	140	194

자료: 금호산업, SK증권 추정

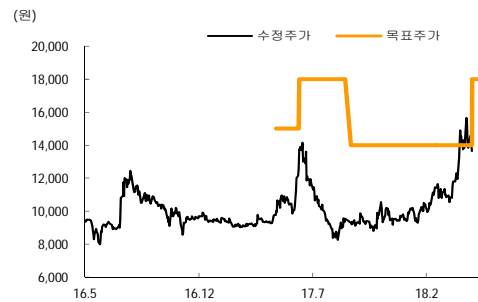
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,354	1,298	1,394	1,608	1,794
매출원가	1,250	1,189	1,282	1,460	1,626
매출총이익	104	109	112	148	168
매출총이익률(%)	7.7	8.4	8.0	9.2	9.4
판매비와관리비	62	78	63	72	86
영업이익	42	31	49	75	82
영업이익률(%)	3.1	2.4	3.5	4.7	4.6
조정영업이익	42	31	49	75	82
비영업손익	36	69	31	36	39
순금융손익	-13	-11	-9	-9	-9
외환관련손익	-0	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	45	87	36	47	47
세전계속사업이익	78	100	80	111	121
세전계속사업이익률(%)	5.8	7.7	5.7	6.9	6.8
계속사업법인세	42	5	4	6	6
계속사업이익	36	95	76	106	115
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	36	95	76	106	115
순이익률(%)	2.7	7.3	5.4	6.6	6.4
지배주주	36	95	76	106	115
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	7.3	5.4	6.6	6.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	17	93	80	115	124
지배주주	17	93	80	115	124
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	43	32	51	78	89

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	-11.6	-4.1	7.4	15.4	11.6
영업이익	101.2	-25.7	58.0	53.1	8.9
세전계속사업이익	흑전	27.8	-20.0	39.5	8.8
EBITDA	95.8	-25.0	57.6	54.1	13.3
EPS	흑전	158.8	-20.4	39.5	8.8
수익성(%)					
ROA(%)	2.8	7.4	5.8	7.6	7.7
ROE(%)	12.0	27.1	18.0	21.4	19.6
EBITDA마진(%)	3.2	2.5	3.6	4.9	4.9
안정성(%)					
유동비율(%)	105.8	97.2	101.3	118.1	148.1
부채비율(%)	309.5	227.2	196.1	167.5	143.0
순차입금/자기자본(%)	42.6	28.8	18.0	-1.9	-25.0
EBITDA/이자비용(배)	2.8	2.5	4.4	6.8	7.8
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	1,018	2,636	2,099	2,929	3,187
BPS	8,666	10,759	12,358	14,787	17,473
CFPS	1,052	2,669	2,146	3,015	3,376
주당 현금배당금	0	300	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	14.9	5.5	7.5	5.3	4.9
PER(최저)	7.6	3.1	3.9	2.8	2.6
PBR(최고)	1.7	1.3	1.3	1.1	0.9
PBR(최저)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
PCR	9.2	3.6	5.6	4.0	3.6
EV/EBITDA(최고)	9.1	13.0	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(최저)	4.4	6.4	0.1	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.28	매수	18,000원	6개월		
2018.03.05	매수	14,000원	6개월	-25.06%	11.79%
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 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 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 5 월 28 일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----