

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
김세연  
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%
외국인자본률	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. 2018년은 잔고가 매출화되며 성장성에 시동이 걸리는 한 해가 될 것으로 기대, 연간 500억원 이상의 영업이익 달성이 가능할 전망이다. 아시아나항공 보유 지분가치를 감안, 목표주가를 18,000원으로 상향하며, 중소형 건설주 내 Top-pick 추천을 유지한다. 신공항 발주 사이클 역시 주기에 좋은 모멘텀으로 작용할 전망이다

### 복잡한 이슈는 가고, 좋아질 실적이 온다

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

### 신공항 공사의 최대 수혜주!

금호산업은 국내 공항공사 3위업체로, 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 예상한다.

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

디스카운트 이슈의 제거로 인해 금호산업의 목표주가를 멀티플 벤류에이션이 아닌 Sum-of-the-parts 방식을 통해 지분가치를 고려하였으며, 이에 따라 18,000원으로 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(자배주주)	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)	354	354	354	354
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	84	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
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	537	630	662	637	529
장기금융자산	114	119	119	119	119
유형자산	9	9	0	-3	-9
무형자산	5	4	4	4	4
<b>자산총계</b>	1,275	1,285	1,334	1,440	1,544
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	963	892	884	901	908
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	311	393	450	538	635
<b>부채와자본총계</b>	1,275	1,285	1,334	1,440	1,544

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	19	76	70	141	194
당기순이익(손실)	36	95	76	106	115
비현금수익비용기감	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
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	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
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-88	-83	-31	-42	-38
단기금융부채의 증가(감소)	0	-5	-0	-11	-8
장기금융부채의 증가(감소)	-66	-47	-0	-0	-0
차본의 증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금지급	0	-11	-18	-18	-18
기타재무활동	-21	-12	-12	-12	-12
<b>현금의 증가</b>	-47	-17	32	92	148
<b>기초현금</b>	118	71	54	86	177
<b>기밀현금</b>	71	54	86	177	326
<b>FCF</b>	19	75	70	140	194

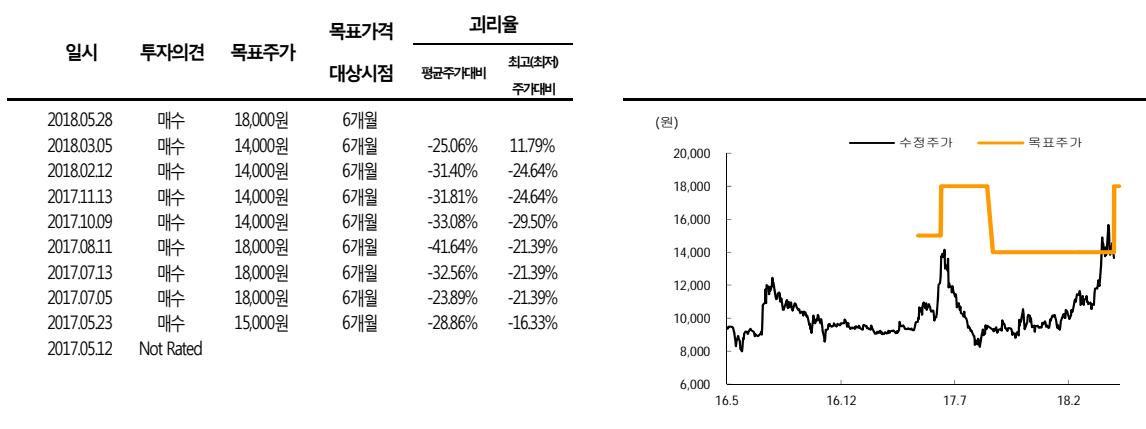
자료: 금호산업, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

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

## 주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
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	-204	39.5	8.8
<b>수익성(%)</b>					
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
<b>안정성(%)</b>					
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
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>Valuation지표(배)</b>					
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



### Compliance Notice

- 작성자(김세연)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 5월 28일 기준)

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