

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

## Company Data

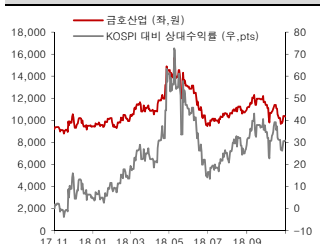
자본금	181 십억원
발행주식수	3,633 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	387 십억원
주요주주	
금호고속(05870)(외6)	48.80%

외국인지분율	10.50%
배당수익률	4.70%

## Stock Data

주가(18/11/06)	10,750 원
KOSPI	2089.62 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	15,650 원
52주 최저가	8,800 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	2.3%
6개월	-26.1%	-13.0%
12개월	16.6%	42.3%

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

### 성장성이 두드러지는 3 분기

금호산업의 3 분기 실적은 컨센서스에 부합하는 무난한 실적을 기록했다. 순이익은 아시아나항공 이익 감소에 따라 기대보다는 다소 못 미치는 수준에 그쳤다. 시장 멀티플 감소 및 아시아나항공 지분가치 감소분을 반영, 목표주가는 14,000 원으로 하향 조정한다. 그러나 타 사와는 달리 매출 성장에 따른 이익 볼륨 확대에 사동이 걸린 상황이다. 어려운 국내 환경 속 공항 수주 모멘텀까지 견비, 중소형 건설 주 내 Top-pick 추천을 유지한다

### 기대를 저버리지 않는 성장성의 불씨

금호산업의 3Q18 매출액은 3,620 억원으로 전년동기대비 16.2% 증가, 컨센서스대비 4% 상회했다. 영업이익은 148 억원으로 전년동기대비 1.8% 증가, 컨센서스에 부합하는 무난한 실적을 기록했다. 순이익의 경우 325 억원으로 전년동기대비 94.3% 증가했으나, 아시아나항공 이익 감소에 따라 컨센서스 순이익 531 억원 대비해서는 다소 부진한 실적을 기록했다. 매출액 성장에 따라 판관비를 역시 낮은 레벨에서 유지되고 있는 모습이다. 건축 부문 원가를 상승의 요인은 마진율이 높지 않은 신택 사업부문의 매출 확대에 기인하나, 이는 현장 믹스 개선에 따라 정상화 될 수 있을 것으로 예상한다. 아시아나항공의 이익 턴어라운드 및 일회성 환입 요인을 감안하면, 실적 기대감은 4 분기 더욱 확대될 것으로 보인다.

### 차별화 포인트 두 가지: 신규 수주, 매출액 성장률

금호산업의 타 사와 차별화된 투자포인트 두 가지는 1) 국내 건설 경기 불황에도 불구하고, SOC, 특히 공항 부문의 레코드를 바탕으로 수주 모멘텀이 살아있다는 점, 2) 주택 호황기를 거친 타 사가 내년부터 매출 역성장이 나는 것과는 달리, 워크아웃 졸업 이후 몇 년간의 수주 증가를 통해 매출액 성장성이 지속된다는 점이다. 주식 시장 멀티플 감소에 따른 목표 배수 감소 및 아시아나항공 지분가치 감소에 따라 목표주가를 기존 18,000 원에서 14,000 원으로 22.2% 하향 조정한다. 그러나 현 주가 수준에서 여전히 30% 이상의 주가 상승 포텐셜이 남아있다는 판단이다. 향후 공항 수주 확대 및 실적 파워를 통해 멀티플 할인을 개선해 나갈 것으로 기대되어, 투자 의견 매수 및 중소형 건설 주 내 Top-pick 종목 추천을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,531	1,354	1,298	1,404	1,569	1,704
yoy	%	0.5	-11.6	-4.1	8.2	11.7	8.6
영업이익	십억원	21	42	31	50	75	84
yoy	%	-47.8	101.2	-25.7	59.6	51.1	12.4
EBITDA	십억원	22	43	32	51	78	91
세전이익	십억원	-15	78	100	71	107	131
순이익(지배주주)	십억원	-6	36	95	68	102	125
영업이익률%	%	1.4	3.1	2.4	3.5	4.8	4.9
EBITDA%	%	1.4	3.2	2.5	3.6	5.0	5.3
순이익률	%	-0.4	2.7	7.3	4.8	6.5	7.3
EPS	원	-174	1,018	2,636	1,879	2,818	3,450
PER	배	n/a	9.5	3.6	5.7	3.8	3.8
PBR	배	1.8	1.1	0.9	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	25.9	11.0	14.1	9.2	4.8	4.8
ROE	%	-2.1	12.0	27.1	16.3	21.0	21.5
순차입금	십억원	54	133	113	85	-9	-9
부채비율	%	351.5	309.5	227.2	201.4	169.5	139.9

금호산업에 대해 목표주가를 기존 18,000 원에서 22.2% 하향한 14,000 원으로 재산정한다. 목표주가 하향의 주요 요인은 1) 주식 시장 멀티플 감소에 따른 기존 목표 배수 감소의 불가피, 2) 아시아나항공 주가 하락에 따른 보유 지분가치 감소에 기인한다. 그러나 현 주가는 Forward PER 4.3X 수준으로 금호산업의 내재된 매출액 성장성을 감안할 때 지나친 저평가 구간이라는 판단이다. 현 주가에서도 30% 이상의 Upside가 기대된다. 1) 향후 위축될 국내 건설 시장에서 SOC 분야, 특히 신공항 수주 모멘텀을 보유하고 있으며, 2) 타사와 달리 매출액 성장성이 두드러진다는 측면에서 여전히 중소형 건설주 내 Top-pick 종목 추천을 유지한다. 주식시장 정상화 및 아시아나항공 턴어라운드 확인될 시 목표주가는 SOTP 방식으로 변경될 여지가 있다.

#### 멀티플 밸류에이션에 따른 금호산업 목표주가 산정

	2015	2016	2017	2018E	2019E
EPS (원)	-174	1,018	2,636	1,879	2,818
EPS Growth (%)	적전	흑전	158.8	-28.7	50.0
PER (X)	n/a	9.5	3.6	5.7	3.8
Target EPS (원)	2,512	12M Forward EPS			
Target PER (X)	6.0	건설주 평균 Forward PER			
목표주가 (원)	14,000				
현재주가 (원 11/06)	10,750				
Upside (%)	30.2				
기존목표주가 (원)	18,000				
변동률 (%)	-22.2				

자료: SK 증권

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

(단위: 십억원)		비고
금호산업 영업가치 (A)	394.1	EBITDA*EV Multiple
EBITDA	64.6	2018~2019E 평균 EBITDA
EV/EBITDA (배)	6.1	건설 업종 EV/EBITDA 6.1X 적용
아시아나항공 지분가치 (B)	215.4	지분가치에서 20% 할인 적용
아시아나항공 시가총액 (11/06)	805	
금호산업 지분율 (%)	33.5	
순차입금 (C)	37.7	2018~2019E 평균 순차입금
Net Asset Value (D=A+B-C)	571.9	
number of shares (E, 천 주)	35,899	자사주 차감
주당NAV (D/E, 원)	16,000	
현재주가 (원, 11/06)	10,750	
Upside (%)	48.8	
기존목표주가 (원)	18,000	
변동률 (%)	-11.1	

자료: SK 증권

## 금호산업 3Q18 실적 Review

(단위: 십억원)	3Q18P	3Q17	YoY (%, %p)	2Q18	QoQ (%, %p)	컨센서스	Gap (%, %p)	SK추정치	Gap (%, %p)
매출액	362.0	311.6	16.2	345.6	4.7	347.9	4.0	346.7	4.4
영업이익	14.8	14.5	1.8	12.2	21.6	14.7	0.7	14.8	0.0
영업이익률 (%)	4.1	4.7	-0.6	3.5	0.6	4.2	-0.1	4.3	-0.2
순이익	32.5	16.7	94.3	-5.2	흑전	53.1	-38.8	55.7	-41.7
순이익률 (%)	9.0	5.4	3.6	-1.5	10.5	15.3	-6.3	16.1	-12.5

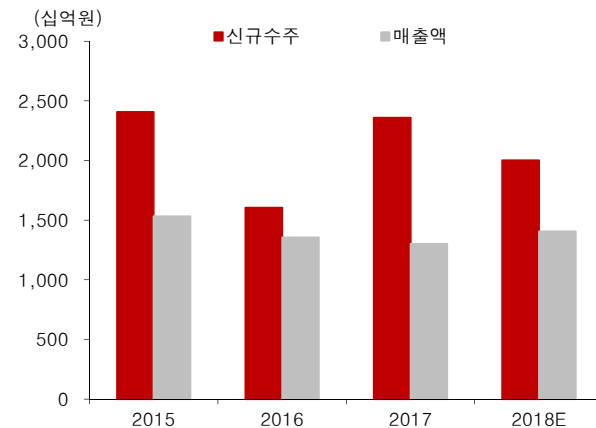
자료: FnGuide, 금호산업, SK 증권

## 금호산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액	1,301	1,404	1,569	254	300	312	435	281	346	362	416
토목	478	463	492	91	120	112	155	94	123	115	132
건축	466	584	563	93	104	115	154	119	134	153	178
주택	294	329	512	60	63	69	102	63	84	89	92
Sales Growth (YoY %)	-3.9	8.0	11.7	-4.4	-3.8	-5.1	-2.9	10.6	15.4	16.2	-4.5
토목	-12.7	-3.1	6.1	-13.3	-3.0	-5.0	-22.9	3.1	2.8	2.1	-15.1
건축	20.7	25.4	-3.6	36.2	14.2	12.7	23.5	27.7	28.8	33.4	15.6
주택	-13.9	11.8	55.6	-17.6	-20.6	-22.9	2.2	4.5	33.6	29.4	-9.4
매출총이익률 (%)	8.3	7.3	8.6	7.1	7.9	8.6	9.0	6.2	7.2	7.8	7.8
토목	5.1	4.4	4.8	3.7	7.0	6.0	3.9	1.6	4.0	5.5	5.6
건축	8.9	7.3	8.1	8.6	3.9	8.4	12.9	6.3	7.4	7.4	7.7
주택	14.1	12.2	12.7	11.0	17.4	13.8	14.2	12.4	12.3	11.5	12.5
영업이익	32	50	75	3	9	15	5	6	12	15	17
영업이익률 (%)	2.4	3.5	4.8	1.3	2.9	4.7	1.1	2.0	3.5	4.1	4.1
순이익	95	68	102	35	-20	17	63	1	-5.2	32	39
순이익률 (%)	7.3	4.8	6.5	13.9	-6.7	5.4	14.5	0.5	-1.5	9.0	9.5

자료: 금호산업, SK 증권 / 주: 해외부문은 미미하여 제외함

## 금호산업 신규 수주, 매출액 추이 및 전망



자료: 금호산업, SK 증권

## 금호산업 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	738	654	673	788	984
현금및현금성자산	71	54	83	176	325
매출채권 및 기타채권	491	425	404	430	462
재고자산	34	30	35	21	28
<b>비유동자산</b>	537	630	661	630	534
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	1,419	1,518
<b>유동부채</b>	697	673	671	671	662
단기금융부채	81	76	76	65	57
매입채무 및 기타채무	483	460	499	511	512
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	891	892	885
<b>지배주주지분</b>	311	393	443	526	633
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	258	342	449
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	311	393	443	526	633
<b>부채와자본총계</b>	1,275	1,285	1,334	1,419	1,518

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	19	76	67	143	195
당기순이익(손실)	36	95	68	102	125
비현금수익비용가감	11	-14	47	31	24
유형자산감가상각비	1	1	1	3	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	55	71	71	71	71
운전자본감소(증가)	-28	-5	-47	9	47
매출채권의감소(증가)	-24	37	-21	26	32
재고자산의감소(증가)	-2	-17	4	-13	7
매입채무의증가(감소)	79	-34	-40	-12	-0
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
자본의 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	28	94	149
기초현금	118	71	54	83	176
기말현금	71	54	83	176	325
FCF	19	75	67	142	195

자료: 금호산업 SK증권 추정

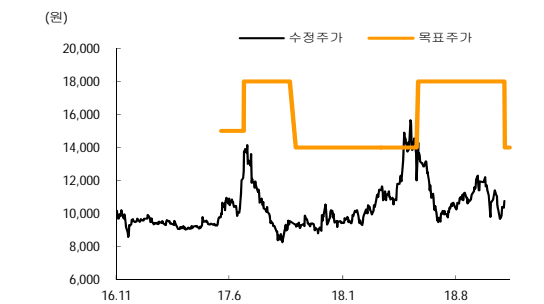
## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,354	1,298	1,404	1,569	1,704
<b>매출원가</b>	1,250	1,189	1,301	1,435	1,556
<b>매출총이익</b>	104	109	103	134	148
매출총이익률(%)	7.7	8.4	7.3	8.6	8.7
<b>판매비와관리비</b>	62	78	53	59	64
<b>영업이익</b>	42	31	50	75	84
영업이익률(%)	3.1	2.4	3.5	4.8	4.9
<b>조정영업이익</b>	42	31	50	75	84
<b>비영업손익</b>	36	69	22	32	47
순금융손익	-13	-11	-9	-9	-9
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	45	87	27	43	55
<b>세전계속사업이익</b>	78	100	71	107	131
세전계속사업이익률(%)	5.8	7.7	5.1	6.8	7.7
<b>계속사업법인세</b>	42	5	4	5	7
<b>계속사업이익</b>	36	95	68	102	125
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	36	95	68	102	125
순이익률(%)	2.7	7.3	4.8	6.5	7.3
<b>지배주주</b>	36	95	68	102	125
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	7.3	4.8	6.5	7.3
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	17	93	72	111	133
<b>지배주주</b>	17	93	72	111	133
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	43	32	51	78	91

## 주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	-11.6	-4.1	8.2	11.7	8.6
영업이익	101.2	-25.7	59.6	51.1	12.4
세전계속사업이익	흑전	27.8	-28.4	50.0	22.4
EBITDA	95.8	-25.0	59.0	52.2	16.7
EPS	흑전	158.8	-28.7	50.0	22.4
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	2.8	7.4	5.2	7.4	8.5
ROE(%)	12.0	27.1	16.3	21.0	21.5
EBITDA마진(%)	3.2	2.5	3.6	5.0	5.3
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	105.8	97.2	100.3	117.5	148.6
부채비율(%)	309.5	227.2	201.4	169.5	139.9
순차입금/자기자본(%)	42.6	28.8	19.1	-1.7	-25.1
EBITDA/이자비용(배)	2.8	2.5	4.5	6.8	8.0
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	1,018	2,636	1,879	2,818	3,450
BPS	8,666	10,759	12,138	14,456	17,406
CFPS	1,052	2,669	1,926	2,904	3,639
주당 현금배당금	0	300	500	500	500
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	14.9	5.5	8.3	5.6	4.5
PER(최저)	7.6	3.1	4.7	3.1	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	3.7	3.0
EV/EBITDA(최고)	9.1	13.0	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(최저)	4.4	6.4	0.2	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.07	매수	14,000원	6개월		
2018.10.12	매수	18,000원	6개월	-38.77%	-20.56%
2018.08.10	매수	18,000원	6개월	-38.24%	-20.56%
2018.07.16	매수	18,000원	6개월	-38.65%	-20.56%
2018.05.28	매수	18,000원	6개월	-36.14%	-20.56%
2018.03.05	매수	14,000원	6개월	-24.99%	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%



### 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 11 월 7 일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----