

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

## Company Data

자본금	182 십억원
발행주식수	3,633 만주
자사주	106 만주
액면가	5,000 원
시가총액	447 십억원
주요주주	
금호고속(05870)(외6)	48.80%

외국인지분률	10.40%
배당수익률	3.90%

## Stock Data

주가(19/02/14)	12,400 원
KOSPI	2225.85 pt
52주 Beta	1.46
52주 최고가	15,800 원
52주 최저가	9,220 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.4%	8.8%
6개월	20.3%	22.8%
12개월	34.6%	46.5%

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

### 돌췌하는 모멘텀을 앞두고, 잠시 쉬어간다

금호산업의 4분기 실적은 컨센서스에 하회하는 아쉬운 수준에 그쳤다. 그간 금호산업 주가에 설명력을 실어준 매출액 성장성이 다소 흔들리면서, 단기적 주가 조정이 불가피해 보인다. 그러나 이는 분양공급 이연에 따른 일시적인 것으로, 당장 1분기부터 성장성 회복에는 문제가 없을 것으로 보인다. 공항 수주 및 남북 경험 모멘텀까지 견비, 중소형 건설주 내 Top-pick 추천을 유지한다

### 주택 분양공급 이연, 상표권 매출 손상에 따른 기대치 하회

금호산업의 4Q18 매출액은 3,879 억원으로 전년동기대비 10.3% 감소, 컨센서스 대비 5.2% 하회했다. 영업이익은 97 억원으로 전년동기대비 116.3% 증가, 컨센서스 대비 38.0% 하회하는 다소 아쉬운 실적을 기록했다. 순이익의 경우 349 억원으로 KAMCO 소송 승소에 따른 일회성 환입 445 억원이 발생하면서 매출액 감소에도 불구하고 컨센서스에 부합했다. 매출액 성장성 둔화의 주요 원인은 수원고등지구, 과천시식산업센터와 같은 주요 현장의 분양공급이 2018 년에서 2019 년 상반기로 이연된데에 크게 기인한다. 그 밖에 금호석유화학과의 상표권 소송에 따른 손상이 40 억원 반영되면서 영업이익에 영향을 미쳤다.

### 소용돌이치는 모멘텀을 앞두고, 잠시 숨고르는 타이밍

금호산업의 타사와 차별화된 투자포인트는 1) 국내 건설 경기 불황에도 불구하고, SOC, 특히 공항 부문의 레코드를 바탕으로 수주 모멘텀이 살아있다는 점, 2) 주택 호황기를 거친 타사가 올해부터 매출 역성장이나 되는 것과는 달리, 워크아웃 졸업 이후 LH, 신탁사 등과의 수주 확보를 통해 매출액 성장성이 지속된다는 점, 3) 이익 턴어라운드라는 긍정적인 배당 기조이다. 이를 반영하여 최근 주가가 다소 상승한 모습이나, 4분기 매출액 역성장에 따라 단기적으로 주가 조정이 불가피할 것으로 보인다. 그러나 매출액 성장성은 수주잔고에서 확인할 수 있듯이, 1분기부터 강한 회복세를 보이며 연간 1.6조 원에 육박하는 수준을 기록할 것으로 보여 크게 우려할 부분은 아니다. 연내 발주가 가시화될 것으로 보이는 공항 모멘텀 및 남북 경험 사업 관련 토목 발주 등을 감안할 때, 중소형 건설주 내 Top-pick 으로의 추천을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,354	1,298	1,377	1,583	1,732	1,891
yoy	%	-11.6	-4.1	6.1	15.0	9.4	9.2
영업이익	십억원	42	31	42	64	79	90
yoy	%	101.2	-25.7	36.0	52.0	23.5	13.1
EBITDA	십억원	43	32	44	67	86	106
세전이익	십억원	78	100	79	88	109	100
순이익(지배주주)	십억원	36	95	63	84	104	95
영업이익률%	%	3.1	2.4	3.1	4.1	4.6	4.7
EBITDA%	%	3.2	2.5	3.2	4.3	5.0	5.6
순이익률	%	2.7	7.3	4.6	5.3	6.0	5.0
EPS	원	1,018	2,636	1,757	2,315	2,864	2,617
PER	배	9.5	3.6	7.1	5.4	4.3	4.7
PBR	배	1.1	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	11.0	14.1	12.0	6.6	3.5	1.6
ROE	%	12.0	27.1	15.3	17.8	18.9	15.1
순차입금	십억원	133	113	81	3	-145	-272
부채비율	%	309.5	227.2	201.3	178.8	152.1	141.0

금호산업에 대해 목표주가를 14,000 원으로 유지한다. 이는 주식시장 멀티플 감소 및 목표주가 산정 당시 아시아나항공 주가 하락분을 반영한 것이다. 현 주가는 Forward PER 5.2X 수준으로 금호산업의 내재된 매출액 성장성을 감안할 때 여전히 저평가 되어 있다는 판단이다. 실적 턴어라운드와 아시아나항공 지분가치 상승분 등을 감안할 때, SOTP 방식에 따른 금호산업의 주가 내재가치는 22,000 원까지 추산된다. 1) 향후 신공항 수주 및 남북 경협 모멘텀 및 LH, 신탁사로부터의 주택 수주, 2) 턴어라운드가 나타날 매출액 성장성을 감안할 때 여전히 중소형주 내 Top-pick 종목 추천을 유지한다. 금호산업의 펀더멘탈 턴어라운드가 확인되는 시점 및 아시아나항공 주가 상승이 두드러질시 목표주가는 SOTP 방식으로 변경 될 여지가 있다.

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

(단위: 십억원)		비고
금호산업 영업가치 (A)	468.1	EBITDA*EV Multiple
EBITDA	76.7	2019~2020E 평균 EBITDA
EV/EBITDA (배)	6.1	건설 업종 EV/EBITDA 6.1X 적용
아시아나항공 지분가치 (B)	238.8	지분가치에서 20% 할인 적용
아시아나항공 시가총액 (02/14)	892	
금호산업 지분율 (%)	33.5	
순차입금 (C)	-71.2	2019~2020E 평균 순차입금
Net Asset Value (D=A+B-C)	778.1	
number of shares (E, 천 주)	35,899	자사주 차감
주당NAV (D/E, 원)	22,000	
현재주가 (원, 02/14)	12,400	
Upside (%)	77.4	

자료: SK 증권

#### 금호산업 4Q18 실적 Review

(단위: 십억원)	4Q18P	4Q17	YoY (%, %p)	3Q18	QoQ (%, %p)	컨센서스	Gap (%, %p)	SK추정치	Gap (%, %p)
매출액	387.9	432.5	-10.3	362.0	7.2	409.0	-5.2	416.3	-6.8
영업이익	9.7	4.5	116.3	14.8	-34.2	15.7	-38.0	17.0	-42.7
영업이익률 (%)	2.5	1.0	1.5	4.1	-1.6	3.8	-1.3	4.1	-1.6
순이익	34.9	63.1	-44.7	32.4	7.7	33.3	4.8	39.5	-11.6
순이익률 (%)	9.0	14.6	-5.6	9.0	0.0	8.1	0.9	9.5	-15.1

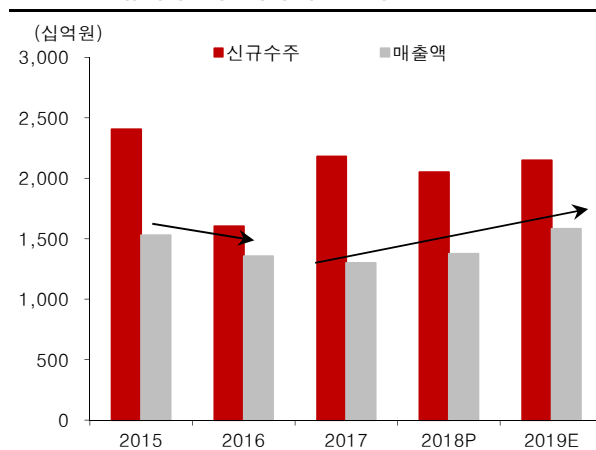
자료: FnGuide, 금호산업, SK 증권

금호산업 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018P	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,377	1,583	1,732	281	346	362	388	317	380	392	495
토목	476	531	595	94	123	115	144	103	130	122	176
건축	553	604	618	119	134	153	146	119	142	159	185
주택	332	435	519	63	84	89	96	88	102	111	134
Sales Growth (YoY %)	5.9	15.0	9.4	10.6	15.4	16.2	-10.9	12.6	9.8	8.3	27.6
토목	-0.6	11.7	12.1	3.1	2.8	2.1	-7.3	9.3	5.6	6.8	22.4
건축	18.6	9.4	2.3	27.7	28.8	33.4	-4.9	0.3	5.5	3.6	26.4
주택	12.9	30.8	19.3	4.5	33.6	29.4	-6.1	39.9	20.3	24.1	40.1
매출총이익률 (%)	7.2	7.8	8.3	6.2	7.2	7.8	7.4	7.3	7.6	8.1	8.2
토목	4.2	4.7	4.9	1.6	4.0	5.5	5.0	4.6	4.5	4.6	5.0
건축	7.2	7.6	8.0	6.3	7.4	7.4	7.6	7.0	7.7	7.7	7.8
주택	12.4	12.5	12.5	12.4	12.3	11.5	13.2	12.2	12.4	12.6	12.9
영업이익	42	64	79	6	12	15	10	10	15	18	21
영업이익률 (%)	3.1	4.1	4.6	2.0	3.5	4.1	2.5	3.3	3.9	4.6	4.2
순이익	63	84	104	1	-5.2	32	35	15	20	23	26
순이익률 (%)	4.6	5.3	6.0	0.5	-1.5	9.0	9.0	4.8	5.2	5.9	5.2

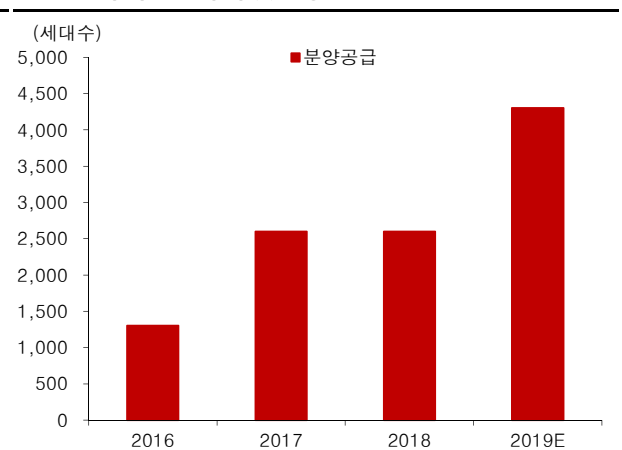
자료: 금호산업, SK 증권 / 주: 해외부문은 미미하여 제외함

금호산업 신규 수주, 매출액 추이 및 전망



자료: 금호산업, SK 증권

금호산업 주택 공급 추이 및 전망



자료: 금호산업, SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	654	666	781	980	1,162
현금및현금성자산	54	86	164	312	439
매출채권 및 기타채권	425	396	434	470	513
재고자산	30	34	22	28	31
<b>비유동자산</b>	630	654	623	505	442
장기금융자산	119	119	119	119	119
유형자산	9	0	-3	-9	-24
무형자산	4	4	4	4	4
<b>자산총계</b>	1,285	1,320	1,404	1,485	1,604
<b>유동부채</b>	673	661	679	673	714
단기금융부채	76	76	65	57	52
매입채무 및 기타채무	460	490	520	522	570
단기충당부채	40	40	40	39	39
<b>비유동부채</b>	219	220	222	223	224
장기금융부채 (사채+장차)	130	130	130	130	130
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	44	45	45	45	46
<b>부채총계</b>	892	882	901	896	939
<b>지배주주지분</b>	393	438	504	589	666
자본금	181	181	181	181	181
자본잉여금	16	16	16	16	16
기타자본구성요소	-8	-8	-8	-8	-8
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	208	254	319	405	481
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	393	438	504	589	666
<b>부채외자본총계</b>	1,285	1,320	1,404	1,485	1,604

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	76	70	128	193	171
당기순이익(손실)	95	63	84	104	95
비현금수익비용가감	-14	54	40	41	69
유형자산감가상각비	1	1	3	6	16
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	71	71	71	71	71
운전자본감소(증가)	-5	-47	4	49	7
매출채권의감소(증가)	37	-29	38	36	43
재고자산의감소(증가)	-17	4	-12	7	3
매입채무의증가(감소)	-34	-30	-30	-3	-48
기타	9	9	9	9	9
법인세납부	-1	-1	-1	-1	-1
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-10	-8	-7	-7	-7
금융자산감소(증가)	-3	1	1	1	1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	0	0	0	0
기타투자활동	-8	-8	-8	-8	-8
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-83	-31	-42	-38	-36
단기금융부채의 증가(감소)	-5	-0	-11	-8	-5
장기금융부채의 증가(감소)	-47	-0	-0	-0	-0
자본의 증가(감소)	-7	0	0	0	0
배당금지급	-11	-18	-18	-18	-18
기타재무활동	-12	-12	-12	-12	-12
<b>현금의 증가</b>	-17	32	79	147	127
기초현금	71	54	86	164	312
기말현금	54	86	164	312	439
FCF	75	70	127	193	170

자료: 금호산업 SK증권 추정

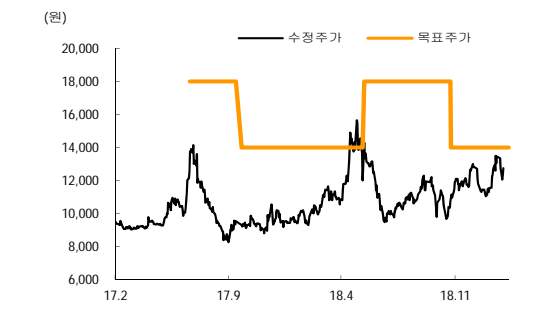
## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,298	1,377	1,583	1,732	1,891
<b>매출원가</b>	1,189	1,277	1,459	1,589	1,734
<b>매출총이익</b>	109	99	124	143	158
매출총이익률(%)	8.4	7.2	7.8	8.3	8.3
<b>판매비와관리비</b>	78	57	60	64	68
<b>영업이익</b>	31	42	64	79	90
영업이익률(%)	2.4	3.1	4.1	4.6	4.7
<b>조정영업이익</b>	31	42	64	79	90
<b>비영업손익</b>	69	37	24	30	10
순금융손익	-11	-9	-9	-9	-9
외환관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	87	20	35	38	19
<b>세전계속사업이익</b>	100	79	88	109	100
세전계속사업이익률(%)	7.7	5.8	5.6	6.3	5.3
계속사업법인세	5	16	4	5	5
<b>계속사업이익</b>	95	63	84	104	95
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	95	63	84	104	95
순이익률(%)	7.3	4.6	5.3	6.0	5.0
<b>지배주주</b>	95	63	84	104	95
지배주주귀속 순이익률(%)	7.3	4.6	5.3	6.0	5.0
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	93	68	93	112	101
<b>지배주주</b>	93	68	93	112	101
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	32	44	67	86	106

## 주요투자지표

	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	-4.1	6.1	15.0	9.4	9.2
영업이익	-25.7	36.0	52.0	23.5	13.1
세전계속사업이익	27.8	-20.5	10.9	23.7	-8.6
EBITDA	-25.0	36.3	53.2	28.0	23.6
EPS	158.8	-33.4	31.8	23.7	-8.6
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	7.4	4.9	6.1	7.2	6.1
ROE(%)	27.1	15.3	17.8	18.9	15.1
EBITDA마진(%)	2.5	3.2	4.3	5.0	5.6
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	97.2	100.6	115.0	145.6	162.7
부채비율(%)	227.2	201.3	178.8	152.1	141.0
순차입금/자기자본(%)	28.8	18.6	0.5	-24.6	-40.9
EBITDA/이자비용(배)	2.5	3.8	5.9	7.5	9.3
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	2,636	1,757	2,315	2,864	2,617
BPS	10,759	12,016	13,831	16,195	18,311
CFPS	2,669	1,804	2,401	3,053	3,080
주당 현금배당금	300	500	500	500	500
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	5.5	8.9	6.8	5.5	6.0
PER(최저)	3.1	5.4	4.1	3.3	3.6
PBR(최고)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.8
PBR(최저)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
PCR	3.6	6.9	5.2	4.1	4.0
EV/EBITDA(최고)	13.0	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(최저)	6.4	0.2	0.1	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.02.15	매수	14,000원	6개월		
2018.11.07	매수	14,000원	6개월	-14.22%	-3.57%
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%



### 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 (2019 년 2 월 15 일 기준)

매수	90.77%	중립	9.23%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----