



BUY(Maintain)

목표주가: 48,000원
추가(11/28): 42,150원

시가총액: 4,909억원

지주/건설/건자재

Analyst 박중선

02) 3787-4945 jspark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/28)	2,045.77pt		
시가총액	4,909억원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	45,600원	18,500원	
등락률	-7.57%	127.84%	
수익률	절대	상대	
	1M	5.1%	5.2%
	6M	60.9%	56.2%
	1Y	93.3%	80.8%

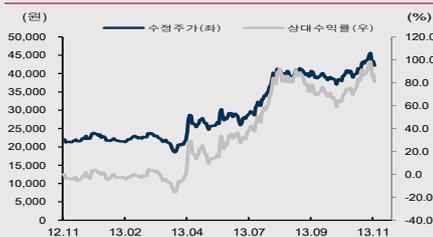
Company Data

발행주식수	11,648천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	13.69%
배당수익률(13E)	0.71%
BPS(13E)	36,532원

투자지표

(억원, IFRS **)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	3,903	4,281	21,403	23,544
보고영업이익	207	271	1,156	1,271
핵심영업이익	207	271	1,156	1,271
EBITDA	356	383	1,196	2,123
세전이익	256	134	1,149	1,308
순이익	439	1,902	965	992
지배주주지분순이익	407	1,818	627	645
EPS(원)	6,004	22,032	5,563	5,534
증감률(%Y Y)	-21.9	267.0	-74.8	-0.5
PER(배)	4.4	1.0	7.6	7.6
PBR(배)	0.8	0.7	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	16.2	8.1	15.3	8.7
보고영업이익률(%)	5.3	6.3	5.4	5.4

Price Trend



실적 리뷰

AK홀딩스 (006840)

3분기 실적 호조



AK홀딩스가 3분기 실적을 발표했습니다. 그러나 별도 재무제표가 없고, 계열사 실적이 간략하게만 보고되어 파악하는데 어려움이 있었습니다. 그러나 지배주주순이익이 150억원으로 동사의 시가총액을 기준으로 양호했고, 비상장 자회사인 제주항공과 AK캠텍 등이 실적 호조를 이어가고 있어 AK홀딩스의 투자매력은 아직 남아있다고 판단됩니다.

>>> 3분기 연결 실적 긍정적

AK홀딩스는 3분기 연결 매출액 6,654억원, 영업이익 388억원, 순이익 244억원을 기록하였다. 여기서 지배주주순이익은 150억원(지배주주 포괄순이익은 141억원)을 기록했다. 동사의 시가총액이 5천억원 미만인 점을 감안할 때 이 정도의 분기순이익은 동사가 저평가임을 입증해준다.

한편, 자회사의 매출과 순이익의 단순 합계는 각각 7,650억원, 323억원을 기록했다.

다만, 키움증권에서는 지주회사를 연결기준 실적으로 평가하지 않고, sum of the parts valuation에 의한 NAV와 현금흐름가치의 평균으로 자산가치를 산출하고 있어 이러한 실적은 단순 참고로 활용하고 있다.

>>> 제주항공 실적 긍정적, AK캠텍 성장성 기대

제주항공 3분기 매출액 1,240억원, 영업이익 126억원(영업이익률 10.1%) 기록했다. 동사의 연간 실적 가이드를 3분기에 이미 초과 달성하였다.

이는 낮은 항공권 가격과 합리적인 서비스를 바탕으로 높은 탑승률과 항공기 가동률, 자체정비조직 완비, 적극적인 전산투자가 효과를 발휘했기 때문으로 풀이된다. AK캠텍도 계면활성제의 안정적인 실적과 더불어 휴대용 용도로 등 페인트 부문의 성장성이 실적 호조를 이끌고 있다.

>>> 목표주가 48,000원 유지

AK홀딩스에 대하여 Sum of the parts valuation NAV에 기반하여 목표가를 기존 48,000원으로 유지한다.

동사의 비상장 자회사 중 제주항공의 경우 내년 실적과 글로벌 저가항공사의 valuation을 적용하였고, AK캠텍의 경우 2013년 예상 실적에 성장성 에 걸맞는 P/E 15배를 적용하였다.

비록 당사의 목표주가가 현주가 대비 상승여력이 높지는 않지만, 계열사 실적이 전반적으로 우상향하고 있기 때문에 매수투자자의견을 유지한다.

3분기 실적 리뷰

AK홀딩스는 3분기 연결 매출액 6,654억원, 영업이익 388억원, 순이익 244억원을 기록하였다. 다만, 키움증권에서는 지주회사를 연결기준 실적으로 평가하지 않고, sum of the parts valuation에 의한 NAV와 현금흐름가치의 평균으로 자산가치를 산출하고 있어 이러한 실적은 단순 참고로 활용한다.

AK홀딩스는 계열사별 실적을 모두 공개하지 않았지만, 사업 부문별 실적은 공개하였다. 이를 바탕으로 추정하면, 동사의 3분기 단순합계 실적은 아래와 같다. 다만, 여기서 매출액과 순이익이 모두 AK홀딩스의 실적으로 오인하면 안되며, 지분율을 감안해야 한다.

AK홀딩스 자회사의 사업 부문별 3분기 실적 (단위: 억원)

구분	주요 계열사	매출액	순이익
화학부문		4,353	228
	애경유화(44.5%)	3,146	
	애경화학(40.2%)	719	
	AK킴텍(72.5%)	1,057	
항공부문	제주항공(69.6%)	1,235	145
	AK S&D(71.2%)		
백화점부문	수원애경역사(손자)	2,024	-
	평택역사(6.9%)		157
	AM플러스자산(57.1%)		
부동산부문	AK에셋(손자)	39	109
단순합계		7,650	323

자료: AK홀딩스, 키움증권 정리

AK홀딩스 자회사의 사업 부문별 매출액 (단위: 억원)

구분	주요 계열사	2013년 3분기 누계	2012년
화학부문		14,670	10,633
	애경유화(44.5%)	8,889	
	애경화학(40.2%)	2,049	1,883
	AK킴텍(72.5%)	3,196	3,015
항공부문	제주항공(69.6%)	3,297	3,412
	AK S&D(71.2%)		
백화점부문	수원애경역사(손자)	3,684	4,836
	평택역사(6.9%)		
	AM플러스자산(57.1%)		
부동산부문	AK에셋(손자)	112	274
단순합계		21,763	19,155

자료: AK홀딩스, 키움증권 정리

AK홀딩스 자회사의 사업 부문별 순이익 (단위: 억원)

구분	주요 계열사	2013년 3분기 누계	2012년
화학부문		543	378
	애경유화(44.5%)		
	애경화학(40.2%)		
	AK킴텍(72.5%)		
항공부문	제주항공(69.6%)	235	59
	AK S&D(71.2%)		
백화점부문	수원애경역사(손자)	-	-
	평택역사(6.9%)	148	251
	AM플러스자산(57.1%)		
부동산부문	AK에셋(손자)	87	43
단순합계		718	228

자료: AK홀딩스, 키움증권 정리

제주항공 기업가치

제주항공 3분기 매출액 1,240억원, 영업이익 126억원(영업이익률 10.1%) 기록했다. 동사의 연간 실적 가이드를 3분기에 이미 초과 달성하였다. 80~90%의 높은 탑승률, 하루평균 11.8시간 항공기 가동, 자체정비조직 완비, 적극적인 전산투자 효과 발휘하고 있다.

제주항공 연도별 실적 전망 (단위: 억원, 대수)

	'13 3분기 누계	2013E	2014E	2015E
비행기 대수	13	13	16	18
여객수입	3,264	4,500	5,500	6,500
(국내선)	1,377	1,700	1,800	1,900
(국제선)	2,454	2,800	3,700	4,600
화물수입	28	28	38	49
매출액 합계	3,303	4,528	5,538	6,549
영업이익	193	170	277	327
순이익	226	200	307	357
영업이익률	5.8%	3.8%	5.0%	5.0%
순자산	558	532	839	1,196

자료: 제주항공, 키움증권 추정

4분기에는 필리핀 태풍, 새로운 전산시스템 적응필요, 중국 여유법개정 등의 영향으로 다소 부진할 수 있다. 그러나 737-800 항공기 2대 추가 도입으로 매출액 5천억원 초중반 달성 기대했다. 내년도 영업이익률 5% 유지시킬 것, 유가 안정세와 일부 서비스 유료화 등으로 충분히 가능하다고 판단된다.

최근 글로벌 저가항공사 주가가 경쟁심화 등으로 다소 하락하여 Peer multiple은 다소 하락하였고, 이를 제주항공에 적용할 경우 제주항공의 예상시가총액은 5,949억원이며, AK홀딩스가 보유한 제주항공 69.6%의 지분가치는 4,140억원이다.

글로벌 주요 저가 항공사 (단위: 십억유로, 배)

	시가총액	P/E	P/B	P/S
RYAN AIR	8.04	14.2	2.2	1.6
EASY JET	5.81	21.8	2.9	1.2
SOUTHWEST AIRLINES	9.34	20.5	1.8	0.7
AIR ASIA	1.63	10.5	1.5	1.4
평균		16.75	2.1	1.2

자료: BLOOMBERG, 키움증권 추정

AK캡텍의 실적 추정

AK홀딩스의 자회사 중 AK캡텍은 휴대폰용 도료 성장 등에 힘입어 2013년 반기 기준 매출액 2,139억원, 순이익 156억원으로 2012년 연간 순이익 176억원에 육박했다. 3분기에도 매출액이 1,057억원으로 상반기와 유사한 흐름을 유지하였다. 이러한 실적 성장은 베트남 공장의 휴대폰용 도료 실적 호조에 기인한것으로 추정되며, 올해 연간 순이익은 300억원으로 추정된다.

목표주가 산정

AK홀딩스는 2013년 상반기 배당수익 34억원을 수취하였다.
 AK홀딩스는 그룹매출액의 0.13%를 브랜드로열티로 받는 것으로 알고 있으며,
 그룹 매출액이 약 3조원에 달하기 때문에 (애경유화 약 1조원, AK캠텍 약 4,000억
 원, AK S&D 약 3,300억원, 애경산업 약 3,500억원, 제주항공 약 4,500억원, 애경화
 학 약 2,600억원, AK에셋 40억원, AM플러스자산 200억원, 애경영파유한공사 약 1,0
 00억원) 연간 약 39억원의 브랜드로열티를 수취할 전망이다.
 경영자문수수료도 1분기 수준으로 계속 수취할 경우 연간 32억원이 예상되며,
 따라서 동사의 별도기준 영업수익은 약 105억원으로 추정된다.

AK홀딩스에 대하여 아래 표를 기반으로 목표가를 기존 48,000원으로 유지한다.

AK홀딩스 NAV 산출식 (단위: %, 억원)

구분	항목	지분율	시가총액, 장부가
상장자회사	애경유화	44.5%	784
	제주항공 (주1)	69.6%	4,140
	AK S&D (주2)	71.2%	367
비상장자회사	AM 플러스자산	57.1%	439
	애경산업 (주3)	20.2%	400
	애경화학	40.2%	494
	AK 캠텍 (주3)	72.5%	3,263
지분가치	합계 (1)		9,887
현금흐름	2013년 예상 영업수익 105억원 x 20배 (2)		2,100
	(1)과 (2)의 평균		5,993
기타	순차입금 (추정)		-464
NAV	합계		5,529
주당 NAV (원)	자사주 제외한 보통주 1,129.5만주 기준		48,953

자료: 키움증권 추정

주: 1) 제주항공 밸류에이션은 앞장에서 기술하였음

주: 2) AK S&D는 장부가가 1,225억원이지만, 3분기 누계 적자가 148억원에 달하고, 최근 재무구조개선을 위해 225억 원의 유상증자를 하였기 때문에 P/B 0.3배를 적용하기로 함

주: 3) AK캠텍은 2013년 예상 실적에 P/E 15배 적용, 애경산업은 P/E 20배 적용

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,903	4,281	21,403	23,544	25,898
매출원가	3,394	3,683	18,621	20,483	22,531
매출총이익	509	598	2,782	3,061	3,367
판매비및일반관리비	303	327	1,627	1,789	1,968
영업이익(보고)	207	271	1,156	1,271	1,398
영업이익(핵심)	207	271	1,156	1,271	1,398
영업외손익	49	-137	-7	37	85
이자수익	20	8	10	11	12
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	168	35	35	35	35
이자비용	119	63	456	456	456
외환손실	212	24	24	24	24
관계기업지분법손익	72	-96	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	65	2	0	0	0
기타	55	-1	428	471	518
법인세차감전이익	256	134	1,149	1,308	1,483
법인세비용	56	11	184	317	359
유효법인세율 (%)	22.0%	8.3%	16.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	439	1,902	965	992	1,124
지배주주지분순이익(억원)	407	1,818	627	645	731
EBITDA	356	383	1,196	2,123	2,193
현금순이익(Cash Earnings)	588	2,015	1,005	1,844	1,919
수정당기순이익	387	1,898	965	992	1,124
증감율(% YoY)					
매출액	-70.0	9.7	400.0	10.0	10.0
영업이익(보고)	-73.2	31.1	327.0	10.0	10.0
영업이익(핵심)	-73.2	31.1	327.0	10.0	10.0
EBITDA	-61.2	7.7	212.0	77.5	3.3
지배주주지분 당기순이익	-18.2	346.9	-65.5	2.8	13.4
EPS	-21.9	267.0	-74.8	-0.5	13.4
수정순이익	-32.9	390.0	-49.2	2.8	13.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	433	157	496	-297	1,350
당기순이익	439	447	965	992	1,124
감가상각비	144	109	37	805	748
무형자산상각비	5	3	3	47	46
외환손익	48	-15	-11	-11	-11
자산처분손익	77	16	0	0	0
지분법손익	-72	96	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-234	-452	257	-1,854	-245
기타	26	-48	-756	-276	-313
투자활동현금흐름	-1,599	-527	-11,414	-14	-16
투자자산의 처분	-439	-967	1,586	-14	-16
유형자산의 처분	0	83	0	0	0
유형자산의 취득	-137	-183	-11,000	0	0
무형자산의 처분	-15	-107	-2,000	0	0
기타	-1,009	5	0	0	0
재무활동현금흐름	1,381	433	11,129	115	131
단기차입금의 증가	401	273	4,500	0	0
장기차입금의 증가	474	224	5,200	0	0
자본의 증가	602	0	0	0	0
배당금지급	-98	-71	-16	-34	-34
기타	3	6	1,445	149	165
현금및현금성자산의순증가	213	-579	211	-197	1,465
기초현금및현금성자산	528	741	162	373	177
기말현금및현금성자산	741	162	373	177	1,642
Gross Cash Flow	667	609	239	1,556	1,595
Op Free Cash Flow	-76	-380	-11,731	-38	1,609

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	3,685	1,458	4,970	5,233	7,203
현금및현금성자산	741	162	373	177	1,642
유동금융자산	41	15	73	80	88
매출채권및유동채권	1,868	886	2,854	3,139	3,453
채고자산	1,005	391	1,646	1,811	1,992
기타유동비금융자산	30	5	23	25	28
비유동자산	4,289	4,729	16,175	15,291	14,458
장기매출채권및기타비유동채권	100	34	214	235	259
투자자산	2,453	3,989	2,295	2,242	2,180
유형자산	1,618	534	11,496	10,692	9,943
무형자산	117	172	2,169	2,122	2,076
기타비유동자산	1	0	0	0	0
자산총계	7,974	6,187	21,145	20,524	21,661
유동부채	3,718	1,512	9,683	8,302	8,576
매입채무및기타유동채무	1,120	399	3,058	1,570	1,727
단기차입금	2,506	1,052	5,552	5,552	5,552
유동성장기차입금	10	3	3	3	3
기타유동부채	83	58	1,070	1,177	1,295
비유동부채	746	553	7,207	7,357	7,523
장기매입채무및비유동채무	0	2	11	12	13
사채및장기차입금	535	494	5,694	5,694	5,694
기타비유동부채	210	57	1,502	1,651	1,816
부채총계	4,464	2,065	16,890	15,658	16,099
자본금	445	545	582	582	582
주식발행초과금	898	1,464	1,464	1,464	1,464
이익잉여금	2,053	3,802	4,415	5,026	5,723
기타자본	-335	-2,207	-2,207	-2,207	-2,207
지배주주지분자본총계	3,061	3,604	4,255	4,866	5,563
비지배주주지분자본총계	449	518	0	0	0
자본총계	3,510	4,123	4,255	4,866	5,563
순차입금	2,268	1,372	10,802	10,992	9,518
총차입금	3,051	1,548	11,248	11,248	11,248

투자지표

(단위: 원, 배, %)

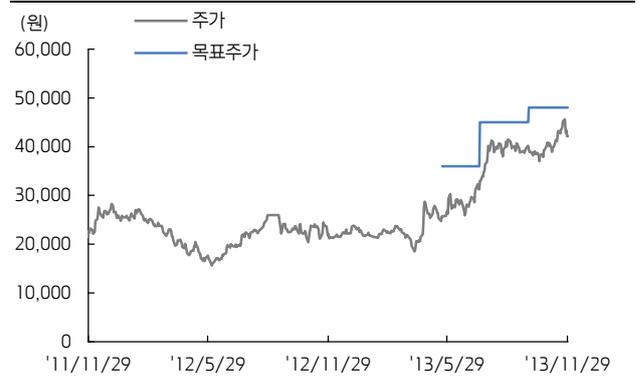
12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	6,004	22,032	5,563	5,534	6,275
BPS	34,397	33,073	36,532	41,774	47,757
주당EBITDA	5,254	4,646	10,609	18,230	18,829
CFPS	8,679	24,419	8,917	15,828	16,476
DPS	750	150	300	300	300
주가배수(배)					
PER	4.4	1.0	7.6	7.6	6.7
PBR	0.8	0.7	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.2	8.1	15.3	8.7	7.8
PCFR	3.0	0.9	4.7	2.7	2.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.3	6.3	5.4	5.4	5.4
영업이익률(핵심)	5.3	6.3	5.4	5.4	5.4
EBITDA margin	9.1	9.0	5.6	9.0	8.5
순이익률	11.2	44.4	4.5	4.2	4.3
자기자본이익률(ROE)	14.2	49.9	23.0	21.7	21.6
투자자본이익률(ROIC)	4.7	9.9	12.3	6.5	7.1
안정성(%)					
부채비율	127.2	50.1	396.9	321.8	289.4
순차입금비율	64.6	33.3	253.9	225.9	171.1
이자보상배율(배)	1.7	4.3	2.5	2.8	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.1	3.1	11.4	7.9	7.9
채고자산회전율	3.9	6.1	21.0	13.6	13.6
매입채무회전율	3.3	5.6	12.4	10.2	15.7

- 당사는 11월 28일 현재 'AK홀딩스' 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.

투자이견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
AK홀딩스 (006840)	2013/05/22	BUY(Initiate)	36,000원
	2013/07/18	BUY(Maintain)	45,000원
	2013/10/01	BUY(Maintain)	48,000원
	2013/11/29	BUY(Maintain)	48,000원

목표주가 추이



투자이견 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