

Company Update

Analyst 박 용 희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	25,000원
현재가 (4/15)	15,100원

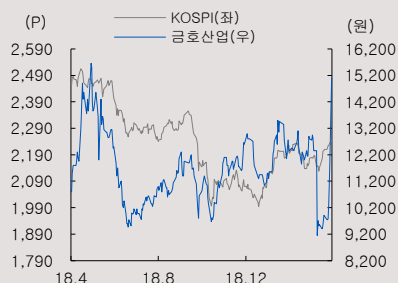
KOSPI (4/15)	2,242.88pt
시가총액	558십억원
발행주식수	36,328천주
액면가	5,000원
52주 최고가	15,650원
최저가	9,150원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	6.7%
배당수익률 (2019F)	4.0%

주주구성	
금호고속 외 5 인	45.44%
0	0.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	14%	34%	52%
절대기준	18%	40%	39%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	25,000	18,500	▲
EPS(19)	2,867	2,536	▲
EPS(20)	2,999	3,342	▼

금호산업 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

금호산업 (002990)

M&A 프리미엄 적용 시 2.5만원까지 가능

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 2.5만원으로 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 25,000원으로 상향 제시한다. 목표주가 산정은 1)영업가치 2,610억원(2019년 NOPLAT 522억원에 중소형건설사 평균 Multiple 5배를 적용), 2)비영업가치 7,500억원(향후 6개월내 아시아나 항공 지분 33.47%에 대한 Maximum 매각 가능 금액)의 합산금액(1+2)에서 순차입금 약 1,200억원을 차감하여 산출했다.

비영업가치는 M&A에 따른 과열 양상이 벌어질 시 발생할 수 있는 프리미엄을 감안한 가치이기 때문에 주의를 요한다. 언론 기사상으로 아시아나 항공의 매각은 향후 6개월내 이루어질 전망이다. 통매각 방식으로 진행될 전망이기 때문에 금호산업 구주 매출에 대한 금액은 최대 1조원, 신주인수를 통한 아시아나항공에 신규자금 유입은 최소 5천억에서 최대 1조원에 달할 전망이다. 항공업에 신규로 진출을 원하는 회사는 신규 자금 1조원의 출혈이 필요할 것으로 보이고, 항공업을 영위하는 회사는 1)5천억원의 신규 자금, 2)에어부산/에어서울 매각을 통해 약 5천억원의 자금조달로 아시아나항공 인수가 가능하기 때문이다. 결론적으로 아시아나항공을 인수하기 위해서는 1.5조원에서 2조원 가량이 필요할 전망이다.

금호그룹, 아시아나항공을 포기하다

2015년말 박삼구 회장은 금호기업(SPC)을 설립하고, 금호산업 주식의 50%+1주를 7,228억원에 인수했다. 자체자금 1,500억원, 상환우선주 2,700억원(아시아나재단 및 대기업등 지원) 및 신디케이트론 약 3,000억원이 인수자금 주체였다. 금호고속은 3번(금호산업, 금호터미널, 금호고속)의 M&A로 2017년말 기준 자산 2조 9,983억원, 부채 2조 2,480억원, 자본총계 7,503억원의 회사가 됐다. 금호고속은 금호산업 및 추가적인 M&A로 여력이 없는 상태에서 항공업부진이 지속된 아시아나항공을 포기한 것으로 추정된다. 향후 그룹은 금호그룹은 금호고속과 금호산업 합병으로 재기를 노릴 전망이다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,298	1,377	1,669	1,896	1,944
영업이익	31	42	66	95	106
세전이익	100	15	132	145	167
지배주주순이익	95	0	104	109	125
EPS(원)	2,652	-13	2,867	2,999	3,445
증가율(%)	159.8	적전	흑전	4.6	14.9
영업이익률(%)	2.4	3.1	4.0	5.0	5.4
순이익률(%)	7.3	0.0	6.2	5.7	6.4
ROE(%)	27.1	-0.1	26.1	22.4	21.5
PER	3.6	-907.9	5.3	5.0	4.4
PBR	0.9	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.8	13.5	2.1	0.6	-0.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation 및 투자 의견

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 25,000원으로 상향 제시

동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 25,000원으로 상향 제시한다. 목표주가 산정은 1)영업가치 2,610억원(2019년 NOPLAT 522억원에 중소형건설사 평균 Multiple 5배를 적용), 2)비영업가치 7,500억원(향후 6개월내 아시아나 항공 지분 33.47%에 대한 Maximum 매각 가능 금액)의 합산금액(1+2)에서 순차입금 약 1,200억원을 차감하여 산출했다. 비영업가치는 M&A에 따른 과열 양상이 벌어질 시 발생할 수 있는 프리미엄을 감안한 가치이기 때문에 주의를 요한다.

언론 기사상으로 아시아나 항공의 매각은 향후 6개월내 이루어질 전망이다. 통매각 방식으로 진행될 전망이기 때문에 금호산업 구주매출에 대한 금액은 최대 1조원, 신주인수를 통한 아시아나항공에 신규자금 유입은 최소 5천억에서 최대 1조원에 달할 전망이다. 항공업에 신규로 진출을 원하는 회사는 신규 자금 1조원의 출혈이 필요할 것으로 보이고, 항공업을 영위하는 회사는 1)5천억원의 신규 자금, 2)에어부산/에어서울 매각을 통해 약 5천억원의 자금조달로 아시아나항공 인수가 가능하기 때문이다. 결론적으로 아시아나항공을 인수하기 위해서는 1.5조원에서 2조원 가량이 필요할 전망이다.

표 1. 아시아나항공 목표주가 산정내역

구분	(원) 비고
A. 영업가치	2,610
2019년E NOPLAT	522
Target Multiple	5 중소형사 평균 Multiple
B. 비영업가치	7,500
종속기업 및 관계기업	7,500 Maximum 매각가 1조원의 25% 할인
C. 순차입금	1,200 매각전 순차입금
Equity Value(A+B-C)	8,910
발행주식(천주)	36,035 우선주 미포함
주당가치	24,726
목표가	25,000
현재주가	15,100
상승여력	65.6%

자료: 금호산업, IBK투자증권

아시아나항공을 포기하다!

아시아나 매각은 금호산업 인수 때 예정된 수순일지도

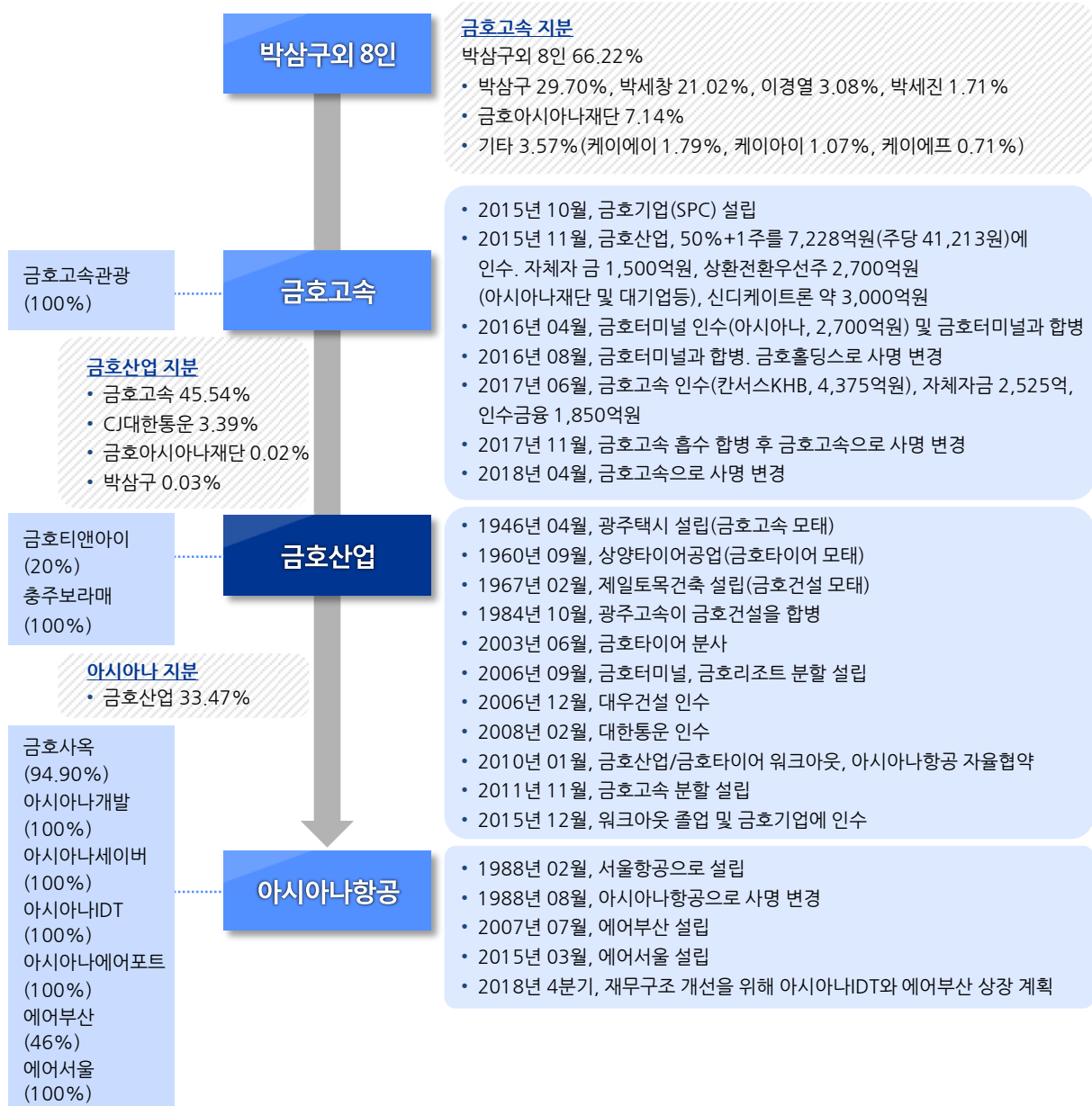
금호산업은 1)고속버스사업부(금호고속)와 2)건설사업부(금호산업) 등 두 개의 뿌리를 가지고 있다. 1)고속사업부는 1946년 4월에 설립되어, 금호아시아나그룹의 모태가 된 광주택시로 출발했다. 광주택시는 1948년 버스운송업체인 광주여객(광주고속의 전신)으로 법인 전환했다. 1960년 9월에는 광주여객이 양질의 타이어 확보에 어려움을 겪자, 금호타이어의 전신인 삼양타이어공업을 설립했다. 2)건설사업부의 모태는 1967년 2월에 설립된 제일토목건축이다. 1973년 제일토건으로 상호를 변경했다가, 1978년 금호건설로 상호를 변경했다. 1984년 10월에는 금호건설이 광주고속에 합병됐다. 1999년 2월 금호타이어가 다시 금호건설을 흡수 합병하면서, 상호를 금호산업으로 변경했다. 2003년 6월 금호산업이 타이어사업부의 자산/부채를 현물출자와 영업양수도 방식으로 분사하여 1)금호타이어를 신설법인으로 설립했다. 또한 2006년 9월 금호터미널과 금호리조트 여객자동차터미널 사업부문을 분할하여 2)금호터미널을, 레저사업부문을 분할하여 3)금호리조트를 설립했다.

2006년 금호아시아나그룹은 새로운 성장 동력을 찾기 시작했다. 당시 금호아시아나그룹은 1)항공과 2)타이어를 글로벌기업으로 육성했고, 3)석유화학과 4)금융을 기반으로 건설을 주력 업종으로 키우고자 했다. 그 결과, 2006년 11월 한국자산관리공사와 대우건설의 주식매매 계약을 체결하며 대우건설 주식 72.1%를 6조 4,255억원에 인수했다. 그리고 2008년 3월에는 대한통운을 4조 1,040억원에 인수하면서 재계서열 11위에서 8위까지 올라갔다. 그러나, 리먼사태로 촉발된 글로벌 경제위기와 건설경기 불황으로 금호아시아나그룹이 유동성 위기를 겪게 되었다. 2009년 6월 금호아시아나그룹은 산업은행과 재무구조개선약정을 체결하여 대우건설을 재매각하겠다고 발표했다. 하지만, 이를 인수할 만큼 여력이 있는 곳은 많지 않았다. 이 무렵 박삼구/박찬구 형제 사이에 금이 가기 시작했고, 그룹은 금호아시아나와 금호석유화학 두 개로 쪼개지게 된다. 이후 서울고속버스터미널, 금호생명 매각을 결정하는 등 재무구조 개선에 집중했다. 대우건설 재매각이 무산되면서 2009년 12월 30일 금호산업과 금호타이어는 워크아웃을, 아시아나 항공은 자율협약을 선언했다. 2010년 상반기 금호산업과 금호타이어는 채권단과 경영 정상화 양해각서를 체결했다. 구조조정 과정에서 대한통운을 CJ그룹에 매각했고, 금호산업 자산인 금호고속, 서울고속버스터미널, 대우건설 주식을 패키지 딜로 매각했다. 이런 노력으로 2015년 12월 금호산업은 자본잠식에서 벗어나 워크아웃을 마쳤다.

이후 박삼구 회장은 금호기업(SPC)을 설립하고, 금호산업 주식의 50%+1주를 7,228억원에 인수했다. 자체자금 1,500억원, 상환우선주 2,700억원(아시아나재단 및 대기업 등 지원) 및 신디케이트론 약 3,000억원이 인수자금 주체였다. 이후 금호기업은 1)금호터미널을 아시아나로부터 2,700억원을 주고 인수후 합병했고, 2)칸서스자산운용으로 부터 금호고속을 4,375억원에 인수하며 흡수 합병했다. 이후 사명을 금호고속으로 변경하며, 옛 그룹 재건을 위한 시작을 알렸다. 결론적으로 박삼구 회장은 금호타이어와 금융회사를 제외하고 대부분의 기업을 되찾았다. 하지만, 대부분의 인수 자금은 차입으로 진행되었기에 여전히 그룹의 존망은 풍전등화에 있었다. 하지만, 항공업 부진영

향으로 아시아나를 매각하는 결정을 내리며 금호그룹은 재계서열 20위권에서 60위권 밖으로 물러나야할 전망이다. 금호그룹은 채권단의 의견을 받아들여 아시아나를 매각 하기에 이르렀고, 매각금액은 금호산업 인수시 발생한 금액정도 수준에서 수렴할 전망이다. 향후 아시아나항공의 매각이 금호그룹에 우호적인 상황으로 전환된다면, 금호산업은 금호고속과의 합병을 통한 몸집불리기를 다시 시도할 전망이다.

그림 1. 아시아나를 포기한 금호그룹 결국 금호고속과 금호산업 합병으로 재기를 노릴 듯



자료: 각사 사업보고서, 언론기사, IBK투자증권

표 2. 금호산업, 지난 15년간의 주요 사건 사고 현황

일 자	내 용
2003.06.30	금호타이어(주) 독립법인으로 공식 출범. 신설법인 금호타이어(주)에 현물출자 및 영업 양도 계약 후 타이어사업부 영업양도
2005.01.01	금호개발(주)로부터 레저사업부문 영업양수. 금호아시아나는 금호개발(주)에 속해 있던 콘도사업부문과 금호산업의 금호패밀리랜드 사업부문을 통합, 금호산업 내 레저사업부를 출범
2005.09.04	(주)코오롱티엔에스로부터 총 280억원 규모의 고속사업부문 영업양수. 인수 이후 금호산업 고속사업부의 기존 차량 1019대를 1116대로 증가, 국내 노선 수는 기존 150개에서 162개로 확대. 시장점유율 31.2%에서 35.7%로 상승.
2006.09.30	고속터미널사업부문, 레저리조트사업부문 물적분할
2009.12.30	채권금융기관 워크아웃 신청. 채권단은 4조원 규모의 대우건설 풋백옵션 부담 해소를 위해 산은 주도로 대우건설을 인수
2010.04.14	경영정상화계획 이행약정 체결. 금호산업 및 계열사 채권 등 2조 5천억원에 이르는 채권은 출자 전환, 나머지 채권은 약정 이행기간 2014년 12월 31일까지 행사 유예.
2010.10.04	자본감소 주주총회 결의. 주주 차등 무상감자로, 기존지배주주 100대 1, 소액주주 및 채권금융기관 4.5대 1 비율의 감자결정
2011.01.27	(주)대우건설을 계열사에서 제외. 최대주주 변경으로 계열제외 요건 충족
2011.11.30	금호고속(주) 물적분할. 금호산업에서 발행하는 신설회사 주식을 취득하는 단순 물적분할. 금호산업에는 종합건설업 등이 남게 되고 고속사업부는 금호고속(주)로 분리.
2012.06.12	금호고속, 서울고속버스터미널, 대우건설 주식 자산양수도 계약. 대우건설 지분 12.28%(4,155억원), 서울고속버스터미널 지분 38.74%(2,000억원), 금호고속 지분 100%(3,310억원)로 총 거래 금액은 약 9,500억원
2013.01.30	KUMHO ASIANA PLAZA SAIGON 주식 양도
2013.01.31	자본감소 주주총회 결의. 보통주와 우선주 7주를 동일한 액면주식 각 1주로 병합하는 7대1 무상감자 안건을 승인
2013.09.27	출자전환 주식 347만 9,900여주 매각 제한 해제, 대상 기관 33개사
2014.01.21	유상증자, 1,512억 원 규모, 93만 9,219주, 기타자금 마련을 위한 제 3자 배정 유상증자
2014.02.24	유상증자 이사회 결의
2014.12.05	유상증자, 1,745억원 규모, 108만 3,814주. 대진판암사업 등 관련 보증 프로젝트파인낸싱(PF) 손실확정 채무에 대한 출자전환에 따른 유상증자
2014.11.27	채권단 보유지분 공동매각 관련 매각조건사 선정 결의 - 한국산업은행, 크레디트스위스, 법무법인 태평양 매각 컨소시엄 선정
2015.01.15	금호산업, 금호석화를 대상으로 진행한 주식매각이행 청구 소송에서 원고 패소. 2대주주라는 명목으로 경영 정상화의 발목을 잡고 있다며 박찬구 회장의 금호석유화학이 보유 중인 아시아나 항공 주식 12.6%(2,459만 3,400주)의 매각을 요청했으나, 금호석화 측은 경영권 프리미엄 없이 해당 주식을 시가로 매각할 수 없다는 뜻을 밝힘
2015.01.30	채권단보유지분 공개경쟁입찰방식 매각 공고. 매각은 금호산업 경영권 지분 57.4% 대상
2015.02.25	채권단 보유지분 공동매각 관련 6개 기관 LOI(인수의향서) 제출 마감. 신세계, 호반건설과 IBK펀드, MBK, IMM, 자베즈 등 국내 사모펀드 4곳이 LOI 제출
2015.03.02	총 5개의 입찰적격업체 선정. 신세계 LOI 철회
2015.03.13	유상증자. 971억원 규모, 60만 3,416주. 기타 자금 조달 목적
2015.04.28	본 입찰 실시. 호반건설이 6007억원으로 단독 입찰했지만 입찰 금액이 지나치게 낮다는 채권단 운영위원회의 판단으로 유찰
2015.05.18	금호산업(주) 채권금융기관 출자전환 주식 공동매각 후속절차 진행 결의 - 계열주와 개별협상을 통한 매각절차 진행
2015.07.28	공정거래위원회를 상대로 한 상호출자제한기업집단 지정처분 취소청구 승소. 금호아시아나그룹과 금호석유화학 계열회사는 사실상 독립된 경영 체제로 운영되고 있다" 고 판시, 하나의 기업집단으로 지정될 수 없음을 확인
2015.09.10	유상증자. 207억원 규모, 18만 5,650주. 풋백옵션 채무 출자 전환 및 제3자 배정방식
2015.09.24	박삼구 회장, 금호산업(주) 7,228억 원 인수 주식 매매계약 체결
2015.12.29	금호기업(주)와 금호산업(주) 채권금융기관협의화간의 주식매매계약 종결. 박삼구 회장, 6년 만에 금호산업(주) 경영권 회수
2015.12.31	산업은행, 장외매매계약 종결에 따라 금호산업 보유 지분율 8.86%에서 1.16%로 하락
2016.01.12	928억 원 규모 남천 재건축 정비사업 수주, 최근 매출액 대비 6.09%
2016.01.13	檢, 2009년 CP매입 관련 박삼구 회장의 배임 혐의에 무혐의 통보. "워크아웃 신청 이후 부도를 막기 위해 불가피한 범위 내에서 CP만기를 연장한 것으로, 계열사 부당지원에 해당하지 않으며 회사에 고의로 손해를 끼치는 배임죄가 성립하지 않는다" 고 판단.
2016.01.22	금호석유화학 박찬구 회장 박삼구 회장 배임 혐의 재수사 검찰에 하고. "박삼구 회장은 금호산업의 재무구조와 상황이 극히 부실하다는 사실을 잘 알면서도 CP매입을 결정해 165억 원을 회수하지 못하는 손해를 입힌 사실은 배임에 해당한다" 고 주장
2016.01.24	1,594억 원 규모 채무보증 결정. 화성동탄2지구 민간참여 공공주택 건설사업 수분양자 대상. 자기자본대비 51.38%
2016.03.11	유상증자, 457억 원 규모, 28만 4,070주. 채권자 출자 전환 및 제3자 배정방식으로 기타자금 조달 목적

일 자	내 용
2016.03.30	1,271억 원 규모 대전 주거환경개선사업 수주, 최근 매출액 대비 8.30%
2016.04.01	1,091억 원 규모 하남아파트 건설공사 수주, 최근 매출액 대비 7.13%
2016.04.29	KUMHO ASIANA PLAZA SAIGON 지분 50% 매각 결의, 매각 금액 한화 약 1,230억 원, 매각 이익 287억 원이며 재무구조와 유동성 개선 목적
2016.05.17	워크아웃 졸업 이후 1분기 만에 흑자 전환 성공, 1분기 영업이익 96억
2016.06.09	KUMHO ASIANA PLAZA SAIGON 나머지 지분 50% 매각, 매각 금액 한화 약 1,224억 원 규모,
2016.06.30	795억 원 규모 양주옥정 아파트 공사 수주, 최근 매출액 대비 5.20%
2016.07.01	대표이사 변경(박삼구, 원일우 → 박삼구, 서재환)
2016.07.28	KUMHO ASIANA PLAZA SAIGON 지분 매각
2016.08.12	금호산업, 금호터미널과 금호기업 간 합병에 따라 최대주주가 금호기업 외 1인에서 금호홀딩스 외 1인으로 변경, 합병의 소멸법인은 금호기업, 존속법인은 금호터미널이며 금호터미널이 금호홀딩스로 사명 변경
2016.10.12	금호산업, 계열사인 아시아나항공에 대해 500억 원 출자 공시, 지분 취득을 통한 경영권 강화 목적으로 취득후 지분을 33.49%
2016.11.10	1,070억 원 규모 제주국제공항 랜드사이드 인프라 확장공사 수주
2016.12.14	755억 원 규모 아산시 주택 재개발 공사 계약 수주, 최근 매출액 대비 5.0% 규모
2017.01.05	리먼브라더스, 710억 대우건설 풋옵션 대금 청구 항소 제기, 금호산업이 대우건설을 인수할 당시 재무적 투자자로 참여하면서 풋옵션을 부여받아, 이후 풋옵션을 행사했으나 관련대금을 받지 못했다며 고등법원에 2심 제기
2017.03.03	1,104억 원 규모 사산 테크노밸리 아파트 공사 수주, 최근 매출액 대비 7.2%에 해당
2017.03.20	1,763억 원 규모 소양지역 주택 재건축 정비 공사 수주, 최근 매출액 대비 11.5%
2017.03.31	934억 원 규모 동해 천곡동 아파트 신축 공사 계약 체결, 최근 매출액 대비 6.1%
2017.05.04	필리핀 푸에르토프린세사 공항 확장공사 완공, 여객터미널, 화물터미널, 관제탑 신축과 기존 활주로를 확장한 공사로, 총 사업비 약 1억 달러 규모
2017.05.26	776억 원 규모 수원시 호매실 공공주택 신축공사 수주, 최근 매출액 대비 5.7%
2017.06.09	금호산업, 금호타이어 상표권 사용료를 인상을 반영한 조건부 허용 방안 발표, 매출액 대비 0.5% 사용 요율, 사용기간 20년 독점 사용 보장 등을 허용
2017.06.20	937억 원 규모 광주 광산구 빌라 신축 공사 수주, 최근 매출액 대비 6.9%
2017.06.28	939억 원 규모 창녕-밀양간 제14호 고속국도 건설 공사 수주, 매출액 대비 6.9%
2017.09.01	금호산업, 산업은행 금호타이어 상표권 사용 제시안(사용요율 0.5%, 의무사용기간 20년) 전격 수용,
2017.09.25	786억 원 규모 김포 양곡 공동주택 신축 공사 수주 계약, 최근 매출액 대비 5.8%
2017.11.13	1,043억 원 규모 주택 재개발 정비 사업 수주, 최근 매출액 대비 7.7%
2017.11.28	1,124억 원 규모 광주 상설시장 정비사업 공사 수주, 최근 매출액 대비 8.3%
2017.12.07	1,283억 원 규모 서대문구 양대 시장 정비사업 계약 수주, 최근 매출액 대비 9.5%
2018.01.18	SKT, 아시아나HDT와 스마트홈 서비스 제공 업무협약 체결,
2018.02.01	2,211억 원 규모 광주 우산구역 주택재개발 정비사업 계약 수주, 최근 매출액 대비 16.3%
2018.04.05	금호홀딩스, 사명 모태기업인 '금호고속' 으로 변경
2018.04.26	1,026억 원 규모 하남시 '파북하우스 공공주택 사업' 공사 수주, 최근 매출액 대비 7.91%
2018.05.31	1,197억 원 규모 기업형임대주택 공사 수주, 최근 매출액 대비 9.23%
2018.07.31	1,328억 원 규모 울량사천구역 주택 재건축 정비사업 공사 수주, 최근 매출액 대비 10.24%
2018.08.09	유상증자, 규모는 18만 5천 822주, 207억, 제3자 배정방식으로 기타자금 조달 목적
2018.08.20	1,878억 원 동북선(왕십리~상계) 도시철도 민간투자사업 건설 공사 수주 계약, 최근 매출액 대비 14.5%
2018.10.05	자사주 처분, 운영자금 조달 목적으로 138억 원 규모의 교환사채 발행을 위해 자사주 105만 8,228주를 138억 원에 처분
2018.10.08	경기도 광주, 인천 검단신도시에 총 1,899가구 분양, '광주 금호리첸시아' 447가구 공급, 인천 검단신도시 '검단 금호어울림 센트럴' 1452가구 분양

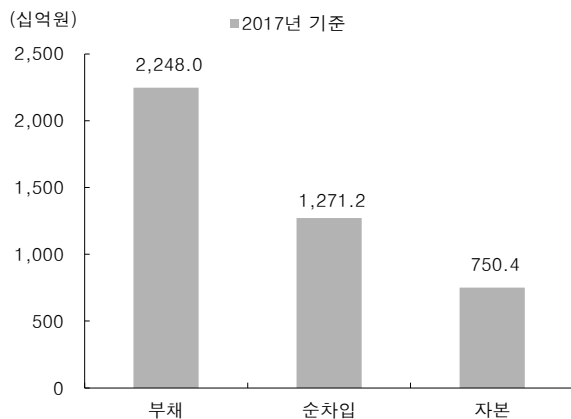
자료: 각사 사업보고서, 언론 기사, IBK투자증권

향후 금호산업은 금호고속과 합병하며 재기를 노릴 듯

금호고속은 3번(금호산업, 금호터미널, 금호고속)의 M&A로 2017년말 기준 자산 2조 9,983억원, 부채 2조 2,480억원, 자본총계 7,503억원의 회사가 됐다. 기존 금호홀딩스는 금호터미널과 금호고속(지분 100%)을 흡수합병하며 금호고속으로 사명을 변경했고, 금호산업(지분 45.54%)은 자회사로 두고 있다. 합병전 사업회사인 금호터미널과 금호고속은 연간 합산 매출 약 4,500억원, 영업이익 600억원 내외의 회사로 큰 폭의 성장을 기대키 힘들어 보인다. 문제는 3번의 M&A 후 동사의 순차입금은 2017년 말 1.3조원 수준이고, 순이자 비용은 연간 500~600억원(평균 이자율 4.5%)이다. 사업회사에서 벌어들이는 돈은 대부분 이자 비용 충당으로 사용되는 문제점을 안고 있다.

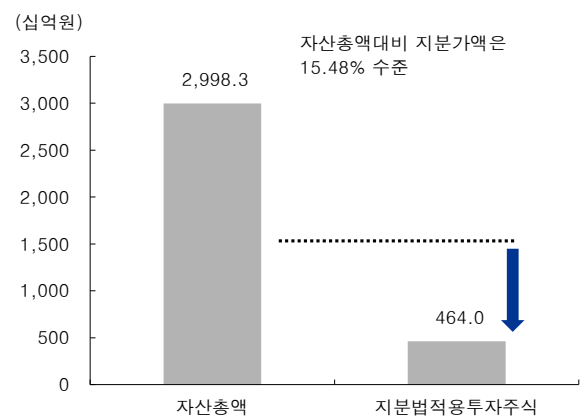
금호고속이 차입금을 빨리 청산하고, 잉여현금을 늘리기 위해서는 1)비핵심자산 매각, 2)금호산업의 배당금 확대가 필요하다. 금호고속과 금호산업의 추후 합병은 지난 금호산업의 역사에서 충분히 추론이 가능하다. 금호고속이 금호산업을 흡수합병하기 위해서는 지분 54.46%의 추가 매입이 필요하다.

그림 2. 금호고속, 순차입 1.3조원, 배당확대로 현금유입이 필요



자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 3. 금호고속의 지주회사 전환은 쉽지 않은 상황



자료: 사업보고서, IBK투자증권

표 3. 금호고속의 주요 자산 현황

금호고속 주요자산	주요 현황
유스퀘어	아시아 최대규모의 버스 터미널로 규모 100,711m ² , 최대 9.5만명 수용. 광주신세계, 영풍문고, CGV, 이마트 등이 입점
목포종합버스터미널	전라남도 목포시 영산로 525에 위치. 1983년 11월 여객터미널 면허를 취득 운영
순천종합버스터미널	전라남도 순천시 장천3길에 위치. 2008년 시외버스터미널과 통합하여, 현재 위치로 이전 운영중
여수종합버스터미널	전라남도 여수시 좌수영로 268에 위치한 고속버스/시외버스 터미널. 1981년 4월 면허를 받아 1982년에 개장함
해남시외버스터미널	전라남도 해남군 해남읍에 위치한 버스터미널. 금호고속에서 관리를 하며, 거의 전노선을 운영중
전주고속버스터미널	전라남도 전주시 덕진구 전주천동로 470에 위치. 2014년 7월 기존 버스터미널자리에 신축하여, 2016년 7월 정식 개장함
공주종합버스터미널	충청남도 공주시 신관로 74에 있는 시외/고속버스터미널. 2009년 금호터미널이 고속버스터미널부지에 시외버스터미널 통합하여 신축
군산고속버스터미널	전라북도 군산시 해망로 30에 위치. 금호고속이 군산시로부터 위탁 운영하며, 2층으로 된 건물에 승하차장, 주차장, 경정비시설등을 갖춘
남원고속버스터미널	전라북도 남원시 춘향로 78에 위치. 금호터미널 소유의 터미널. 매표소, 승차홀, 편의점이 자리함
익산고속버스터미널	전라북도 익산시 익산대로 56에 위치. 금호터미널 소유로 건물은 4층으로 구성되며, 승차홀, 매표소, 커피숍이 위치

논산고속버스터미널	충청남도 논산시 계백로 973에 위치. 금호고속이 운영하며, 승하차장, 박차장, 경정비시설을 보유
포항고속버스터미널	경상북도 포항시 남구 중앙로에 위치. 1972년 개장했고, 2007년 11월 리모델링하여 보수 준공함
순창시외버스터미널	전라북도 순창군 순창읍 장류로 355에 위치. 시외버스 및 농어촌버스 터미널. 1980년 개장했고, 2009년 리모델링함
유성고속버스터미널	대전광역시 유성구 장대로에 위치. 금호고속이 운영하는 고속버스터미널임. 2012년에 유성시외버스터미널과 통합된 복합터미널 완공 예정
서대구고속버스터미널	대구광역시 북구 팔달로 103에 위치. 1982년 10월에 개장. 대구북부시외버스터미널과는 약 900m 정도 떨어져
서수원버스터미널	경기도 수원시 권선구 수인로 291에 위치. 2003년 여객면허 취득후 2005년 8월 영업개시. 이마트 서수원점이 관리

자료: 금호터미널, IBK 투자증권

표 4. 금호기업(금호홀딩스, 금호고속), 금호산업 2015년 11월 인수

	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
매출	14,999	14,345	15,235	15,310	13,537	12,979	14,516
매출원가	13,938	13,283	14,254	14,445	12,497	11,889	13,468
매출총이익	1,060	1,062	981	865	1,040	1,090	1,048
판관비	2,708	473	583	657	622	780	552
영업이익	-1,648	589	398	208	418	311	497
세전이익	-8,606	-788	1,748	-147	781	998	997
법인세	-45	145	690	-86	421	46	249
순이익	-7,279	526	1,058	-61	360	953	747

자료: 금호산업, IBK투자증권

표 5. 금호기업(금호홀딩스, 금호고속), 금호 터미널 2016년 4월 인수

	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출	431	402	380	400	436	740
매출원가	177	195	206	228	252	551
매출총이익	254	207	174	172	183	189
판관비	35	53	57	70	83	152
영업이익	219	154	117	102	101	37
세전이익	102	114	181	170	-432	-296
법인세	24	25	40	39	-93	-107
순이익	77	89	141	131	-339	-189

자료: 금호터미널, IBK투자증권

표 6. 금호홀딩스(금호고속), 금호고속 2017년 11월 인수

(억원)	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년
매출	3,597	3,762	3,980	3,780	3,755
매출원가	2,939	3,065	3,243	3,099	3,083
매출총이익	659	697	737	681	671
판관비	140	162	167	182	172
영업이익	519	535	570	499	499
세전이익	489	339	554	437	620
법인세	117	83	133	109	152
순이익	372	255	421	328	468

자료: 금호고속, IBK투자증권

표 7. 금호고속 재무 상태표 및 손익계산서

금호고속 재무상태표			금호고속 손익계산서		
	2016년	2017년		2016년	2017년
자산총계	32,137	29,983	매출액	15,313	17,020
유동자산	7,871	7,202	매출원가	13,971	15,285
(1) 당좌자산	7,512	6,879	매출원가율	91.2%	89.8%
(2) 재고자산	358	323	매출총이익	1,343	1,734
비유동자산	24,266	22,781	판매비	1,087	1,457
(1) 투자자산	7,838	5,841	판매비율	7.1%	8.6%
매도가능증권	1,138	1,186	영업이익	256	277
지분법적용투자주식	6,675	4,640	영업이익률	1.7%	1.6%
기타	25	14	영업외손익	-300	1,401
(2) 유형자산	6,331	7,786	(이자손익)	-608	-532
(3) 무형자산	8,587	8,024	(지분법손익)	-131	1,189
(4) 기타비유동자산	1,510	1,130	(지분법적용투자주식처분이익)	348	858
부채총계	27,470	22,480	(기타손익)	91	-114
유동부채	12,049	11,704	세전이익	-44	1,678
비유동부채	15,421	10,775	법인세	235	386
자본총계	4,667	7,503	순이익	-279	1,292
지배기업지분	2,991	5,414	지배주주순이익	-445	832
(1) 자본금	166	166	비지배주주지분순이익	166	459
(2) 자본잉여금	448	935			
(3) 기타포괄손익누계액	-13	1,194			
(4) 자본조정	-18	-18			
(5) 이익잉여금	2,408	3,136			

자료: 사업보고서, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,298	1,377	1,669	1,896	1,944
증가율(%)	-4.1	6.1	21.3	13.6	2.5
매출원가	1,189	1,277	1,539	1,730	1,766
매출총이익	109	100	130	167	179
매출총이익률 (%)	8.4	7.2	7.8	8.8	9.2
판매비	78	57	64	72	73
판매비율(%)	6.0	4.2	3.8	3.8	3.7
영업이익	31	42	66	95	106
증가율(%)	-25.7	36.1	57.0	42.7	11.7
영업이익률(%)	2.4	3.1	4.0	5.0	5.4
순금융손익	-18	-8	-9	-8	-8
이자손익	-11	-9	-9	-8	-8
기타	-8	2	0	0	0
기타영업외손익	0	48	34	9	9
종속/관계기업손익	87	-68	41	50	60
세전이익	100	15	132	145	167
법인세	5	16	28	36	42
법인세율	4.6	103.1	21.3	25.0	25.0
계속사업이익	95	0	104	109	125
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	95	0	104	109	125
증가율(%)	164.4	적전	흑전	4.6	14.9
당기순이익률 (%)	7.3	0.0	6.2	5.7	6.4
지배주주당기순이익	95	0	104	109	125
기타포괄이익	-2	-5	0	0	0
총포괄이익	93	-5	104	109	125
EBITDA	32	43	67	96	107
증가율(%)	-25.0	34.3	55.5	42.0	11.5
EBITDA마진율(%)	2.5	3.1	4.0	5.0	5.5

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,652	-13	2,867	2,999	3,445
BPS	10,865	9,808	12,189	14,605	17,370
DPS	500	500	600	700	800
밸류에이션(배)					
PER	3.6	-907.9	5.3	5.0	4.4
PBR	0.9	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.8	13.5	2.1	0.6	-0.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-4.1	6.1	21.3	13.6	2.5
EPS증가율	159.8	적전	흑전	4.6	14.9
수익성지표(%)					
배당수익률	5.3	4.2	4.0	4.6	5.3
ROE	27.1	-0.1	26.1	22.4	21.5
ROA	7.4	0.0	6.7	5.6	6.0
ROIC	-266.6	1.3	-35.0	-19.1	-21.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	227.2	231.8	332.5	278.6	242.5
순차입금 비율(%)	41.5	42.3	-93.7	-95.1	-97.8
이자보상배율(배)	2.4	4.2	6.5	8.9	9.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	33.8	71.7	708.2	676.1	623.5
재고자산회전율	40.0	31.1	35.4	50.5	46.6
총자산회전율	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	654	619	1,280	1,366	1,493
현금및현금성자산	54	42	625	720	843
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	36	2	3	3	3
재고자산	30	58	36	39	44
비유동자산	630	563	636	643	669
유형자산	9	10	9	8	8
무형자산	4	6	6	6	5
투자자산	513	452	497	495	503
자산총계	1,285	1,182	1,915	2,009	2,161
유동부채	673	640	1,256	1,251	1,285
매입채무및기타채무	327	317	420	457	518
단기차입금	37	54	71	77	87
유동성장기부채	50	46	46	46	46
비유동부채	219	186	217	227	245
사채	49	47	47	47	47
장기차입금	81	45	45	45	45
부채총계	892	826	1,472	1,478	1,530
지배주주지분	393	356	443	531	631
자본금	181	182	182	182	182
자본잉여금	16	25	25	25	25
자본조정등	-8	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	-5	-49	-49	-49	-49
이익잉여금	208	209	295	383	483
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	393	356	443	531	631
비이자부채	675	634	1,263	1,262	1,304
총차입금	217	192	210	216	226
순차입금	163	151	-415	-504	-617

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	76	56	183	95	130
당기순이익	95	0	104	109	125
비현금성 비용 및 수익	-14	114	-65	-50	-60
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-5	-55	153	44	73
매출채권등의 감소	37	48	-1	0	0
재고자산의 감소	-17	-32	22	-3	-5
매입채무등의 증가	-38	-10	103	37	61
기타 영업현금흐름	-1	-2	-9	-8	-8
투자활동 현금흐름	-10	-18	-146	2	-30
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-18	-13	-43	3	-8
기타	7	-2	-103	0	-22
재무활동 현금흐름	-83	-51	546	-2	24
차입금의 증가(감소)	-36	-40	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-46	-10	546	-2	24
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-17	-12	583	96	123
기초현금	71	54	42	625	720
기말현금	54	42	625	720	843

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

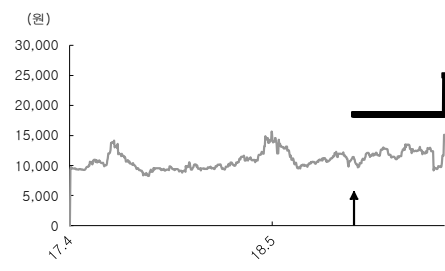
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

금호산업 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.10.22	매수	18,500	-36.69	-18.38					
	2019.04.16	매수	25,000							