

Sell

Valuation

Target Price: 24,653
 Price: 32,850
 Margin of Safety: -24.95%

MktCap.(100mn): 15,194
 ROE: 3.6%
 Op.Magin: 7.6%
 PER: 47.05
 PBR: 1.72
 Dividend Yield: 1.42%
 Major Sh.Holder:
 금호석유화학(주)(외 7인)
 41.95%

Chart



기업분석 5팀

이강빈, 김민정, 류제민,
 이병진, 함병현

Initial Coverage

금호산업(002990)

2008년 5월 9일

코스피 건설업

M&A = Synergy vs. Initial Cost

- 대우건설과 대한통운 M&A – 천문학적 규모의 Initial Cost

국내 최대 규모 건설회사인 대우건설과 국내 1위 물류 기업 대한통운을 1년 간격으로 M&A 성공. 총 10조 5000억 원 규모의 대형 M&A과정에서 동사의 부채비율 크게 증가. 대우건설 M&A 경우 09년 말에 예정된 4조 원 규모의 Put Back Option, 대한통운 M&A의 경우 09년 상반기 유상감자 이후 발생하는 이자 비용이 동사에 큰 영향.

- 대우건설과 금호건설 그리고 대한통운 – 단기 리스크 / 장기 시너지

대우건설의 가치는 지분법 이익 이외 동사의 계열사인 금호건설과의 시너지가 핵심. 그러나 두 건설회사 모두 국내 주택 사업에 특화되어 있으며 최근 미분양 사태로 인해 단기 유동성 리스크 존재. 종합물류사업 포트폴리오 완성을 위한 대한통운 인수 효과는 장기 시너지 측면에서는 긍정적. 그러나 향후 2~3년 내 가시적 성과 불투명.

- 아시아나항공, 금호고속 – 독점적 사업 영역 / 유가 리스크

국내 육로 여객 운송 시장 1위 기업인 금호고속과 국내 항공 운송 시장을 대한항공과 함께 양분하는 아시아나 항공은 독점적 사업 영역 확보 상태. 최대 리스크인 유가는 100달러 선 진입 이후 고공 상태 유지 전망. 정부의 유류 보조세와 같은 긍정적 요소를 반영 안정적 사업 전망

- 대우건설 Put Back Option + 대한통운 유상감자 시나리오

대우건설의 어닝 쇼크와 향후 2년간 국내 주택 시장 리스크를 감안 Put Back Option 행사 전망. 대한통운 인수과정에서 증가한 부채 해소를 위해 원만한 유상감자 단행 전망. 두 건의 Post M&A 조치에 따른 영향을 동사의 기업가치에 반영 적정 주가 도출.

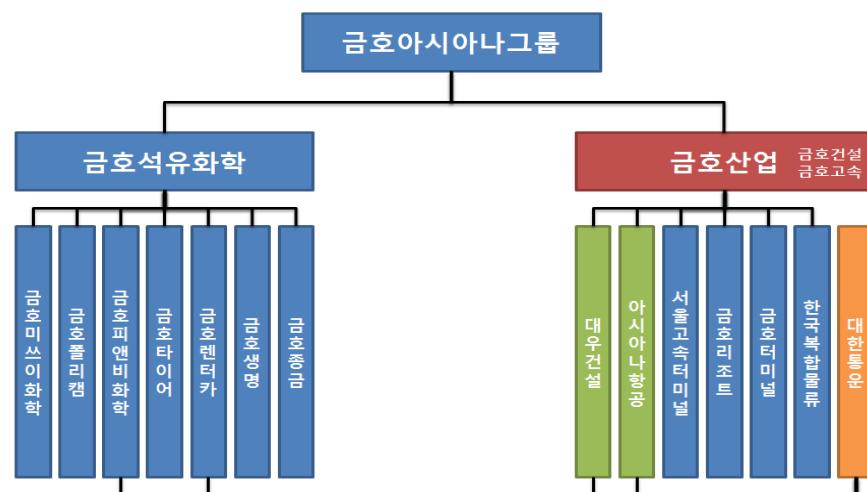
I. 금호산업을 상징하는 3단어 – 건설 / 운송 / 지주회사

1. 금호아시아나그룹의 양대 지주회사 금호석유화학, 그리고 금호산업

건설과 운송 사업에
특화된 지주회사
금호건설

1948년 전라남도 광주에서 미국에서 수입한 중고 택시 2대로 시작된 금호아시아나그룹은 재계 7위의 대한민국 대표 기업으로 성장하였다. IMF 이후 지주회사로 거듭나기 위한 강력한 구조조정을 바탕으로 양대 지주회사 형태로 재편되었으며 동사는 건설과 운송 사업에 특화된 지주회사로 자리잡게 되었다.

그림 0. 금호아시아나그룹 지배구조

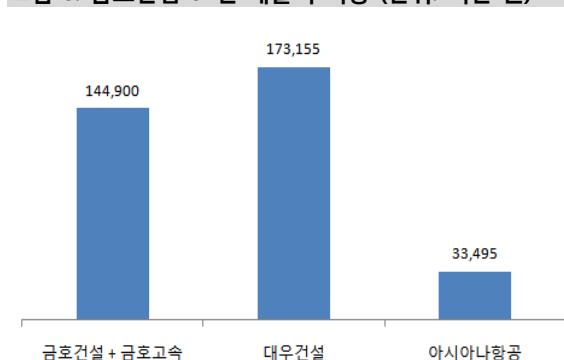


자료: 동사 공시 자료

우수한 경쟁력을 보유
긍정적 사업 포트폴리오

동사의 사업부 형태로 금호건설과 금호고속이 존재하고 있다. 금호건설은 시공평가 10위의 건설회사이며 금호고속은 국내 육로 여객 운송 1위 기업이다. 동사의 계열사인 대우건설은 국내 4대 건설사 중 하나이며 아시아나항공은 대한항공과 함께 국내 항공 운송 산업을 지배하고 있다. 08년 인수에 성공한 대한통운 역시 건설과 운송에 밀접하게 관련된 영역인 물류 사업을 영위하고 있으며 국내 1위 기업이다.

그림 0. 금호산업 07년 매출액 비중 (단위: 백만 원)

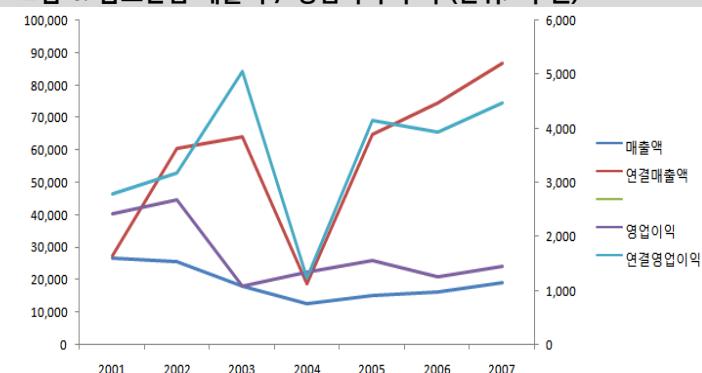


자료: 동사 공시 자료

금호건설, 금호고속: 영업이익 /

대우건설, 아시아나 항공: 당기순이익 X 지분율

그림 0. 금호산업 매출액 / 영업이익 추이 (단위: 억 원)



자료: 동사 공시 자료

I. 대우건설 - 해외 성장성보다 국내 주택 Risk를 볼 때

1. 수익성과 시장신뢰를 잃고 있는 주택시장의 강자 대우건설

미분양 문제와 원가율 상승

- 기대 이하 실적

대우건설의 수익성에 있어 가장 큰 역할을 담당하고 있는 주택사업의 부진으로 인해 금년 1분기 영업이익은 전년 동기 대비 53% 감소하였고, 영업이익률 또한 9.3%에서 4.6%로 줄어들었다. 이번 어닝 쇼크는 전년 동기의 대형건설 준공실적, 합의 및 대물인수 비용 발생 등을 고려할 때 일회적 손실의 영향도 크다. 전년 동기의 높은 실적과 비교되어 매출 및 영업이익 감소폭이 컸고, 월드마크아시아드 일조권 관련 민원에 대한 합의비용 50억, 밀양 삼문 푸르지오 아파트의 분양가 대비 10% 할인 대물인수로 인한 상품손실충당금 26억 등 76억의 손실이 일회적으로 발생하였다.

대우건설 사업 분야별 매출 구조(2007년 기준)

수익성 악화

- 장기화 전망

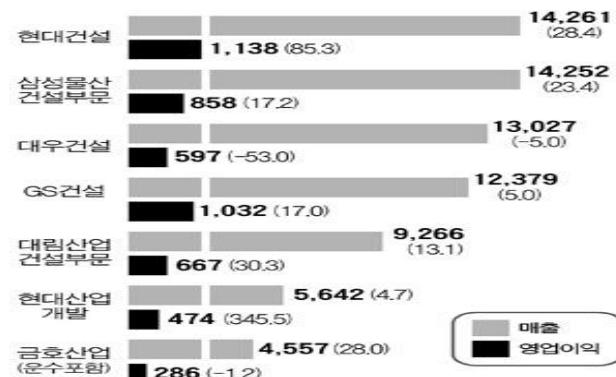
하지만 이번 실적 부진의 근본적인 원인을 고려했을 때, 대우건설의 수익성 악화는 당분간 지속될 것으로 판단된다. 첫째, 대우건설은 주택시장 위축으로 인해 분양을 지연하고 있다. 이는 최근 미분양 사태의 심각성을 보여주는 증거이다. 현재 약 5,000가구가 넘는 미분양 가구를 보유중인 대우건설은 금년 1분기에 전년 동기 대비 1,048가구 줄어든 57가구 만을 분양하였다. 사업 포트폴리오에서 주택건설이 차지하는 비중이 40%가 넘고, 사업분야들 중 주택에서 가장 높은 이익을 얻고 있는 대우건설은 분양 가구수 조절을 통해 잔여 미분양 가구를 줄여나간다는 계획이었다. 그러나 지속되고 있는 미분양 추세와 낮은 정책변화 가능성은 고려할 때, 주택시장의 미분양 사태는 장기화될 것으로 판단된다.

둘째, 원자재 가격 폭등으로 인한 공사원가율 상승에 따라 영업이익률의 하락이 심화되었다. 2007년 약 80% 수준에 머물던 공사원가율이 2008년 1분기에는 84.5% 까지 상승했다. 업계에서는 앞으로도 지속적인 원가율 상승을 예측하고 있는 상태이며, 이는 매출 및 이익에서 주택에 대한 의존도가 높은 대우건설에게 불리한 전망이다. 주택분양 및 원자재 시장의 상황 악화로 인해 대우건설의 수익성은 단기간 내에 회복되기 힘든 상황이다.

그림 0. 주요 건설사 08년 1분기 실적

그림 0. 대우건설 산업별 매출액 및 매출총이익률 추이





자료: 각 사, 한국경제신문

단위 : 억원, ()안은 전년동기대비 증감률(%)

	매출액		변화율	매출총이익률	
	'07 1Q	'08 1Q		'07 1Q	'08 1Q
주택	5,599	4,755	-15.1%	19.7%	15.5%
토목	2,524	2,703	7.1%	10.7%	9.5%
건축	1,724	1,406	-18.4%	21.5%	12.0%
플랜트	1,017	1,055	3.7%	5.6%	6.9%
해외	2,528	2,964	17.2%	9.3%	6.6%
기타	319	144	-54.9%		
합계	13,711	13,027	-5.0%	15.1%	11.5%

자료: 대우건설 IR자료, SMIC Research Team 5

해외건설사업, 그룹시너지 등을 통해 성장가능성 기대

대우건설은 국내 주택경기 침체에 따라 새로운 성장동력으로서 해외건설사업을 적극 추진하고 있다. 올 6월부터 하노이 도심지에 전시장, 호텔, 주상복합단지를 건설하는 복합단지 사업인 '장보 전시장'과 '메찌지구' 공사를 진행할 예정이고, 올 1분기에 4,100억원의 해외수주를 기록했다. 또한 금호아시아나 그룹공사를 통해 안정된 수익을 창출하는 시너지 효과도 발생된다. 앞으로 대한통운이 추진할 평택항, 목포항 등의 항만공사 전체를 대우건설이 수주할 예정이고, 금호비앤피공장 증설 공사 등 10여건의 그룹 물량을 수주한 상태이다.

실질적인 대우건설의 실적 상승 전제 조건

- 주택경기 활성화
- 해외실적 급증
- 시장신뢰 회복.

분양 지연은 미분양 문제로 대표되는 주택시장 상황의 악화를 보여주는 근거이다. 타 주요 건설사들에 비해 1분기 실적이 지나치게 낮았던 것은 주택사업 중심의 대우건설이 정상적인 주택분양을 할 수 없는 상황에서 겪는 어려움을 나타낸 현상이다. 주택경기의 활성화가 이루어지지 않는다면 대우건설의 실적은 상승세를 나타내기 힘들다. 그리고 대우건설이 중점을 두고 있는 해외실적의 눈에 띄는 향상이 필요하지만 이 역시 쉽지 않다. 국내에서 다져진 시공능력을 바탕으로 베트남과 중동지역에 진출하고 있고 1분기에 4,100억원의 해외수주를 기록했지만, 워크 아웃 기간 중 거의 진행하지 못했던 해외 사업의 시작 단계에 불과하다. 또한 현재 대우건설은 자체 건설역량 보다 재무적 안정성에 대한 우려로 인해 성장성에 대한 의심을 받고 있다. 대한통운 인수자금 확보를 위해 교환사채가 발행되는 과정에서 대우건설이 금호아시아나그룹 내 자금확보 역할을 담당했다는 인식이 커졌고, 유상감자의 금액과 시기가 확정되지 않아 주가의 불확실성이 커졌다. 시장 내 신뢰 회복이 이루어져야 대우건설의 성장성을 인정받을 수 있다.

2. 금호건설의 뚜렷한 실적 상승세, 하지만 대우건설과의 시너지 효과 미미

대우건설을 만난 금호건설 - 성장 기회 확보

금호건설의 2007년 실적은 국내 건설회사 전체 평균뿐만 아니라 국내 5대건설사 (현대건설, 대우건설, GS건설, 대림산업, 삼성엔지니어링) 평균과 비교하여도 높은 수준이었다. 5대건설사의 평균 매출 증가율이 9.1%, 국내 건설회사 평균 신규수주 증가율 19.2%, 5대건설사 평균 신규수주 증가율이 27.7%로 나타났는데, 금호건설



은 2006년 대비 매출 23% 증가, 영업이익 22% 증가, 신규수주 50% 증가라는 실적을 기록하였다. 이러한 실적의 상승세에는 2006년 동사가 대우건설을 인수한 이후 금호건설-대우건설 간의 시너지 효과가 일부 반영된 것으로 볼 수 있다. 2007년 기준 시공능력평가순위 10위인 금호건설의 입장에서는 시공능력평가순위 1위인 대우건설의 해외 네트워크, 내부관리시스템, 건축기술을 공유하고, 원자재를 대량 공동구매를 하는 등 시너지 효과를 낼 수 있는 기회를 얻었기 때문이다.

해외건설 수주 시너지

- 단순 결합으로는 불가능

하지만 시장에서 기대했던 해외건설 분야에서의 시너지 효과는 나타나지 않고 있다. 두 건설사가 컨소시엄의 형태로 해외사업을 공동추진하면서 금호건설의 해외 진출이 본격화될 것으로 예상되었지만, 이들은 아직 경쟁사 관계에서 수주를 진행하고 있다. 실제로 지난해 금호건설이 동참할 것으로 알려졌던 베트남 하노이 '장보 전시장 재건축'과 '메찌지구' 건설계획은 입찰 결과 대우건설만이 참여하여 수주한 상태이다. 또한 금호건설은 대우건설과의 공동작업에 대한 계획이 없는 상태이다. 시공능력과 해외인지도, 기업문화가 다른 두 건설회사가 높은 실적을 거둘 수 있는 대형 프로젝트인 해외건설사업에서 시너지 효과를 내려면 아직 상당한 시간이 필요할 것으로 보인다.

대우건설 인수 이후 새로운 성장동력인 해외건설에 중점

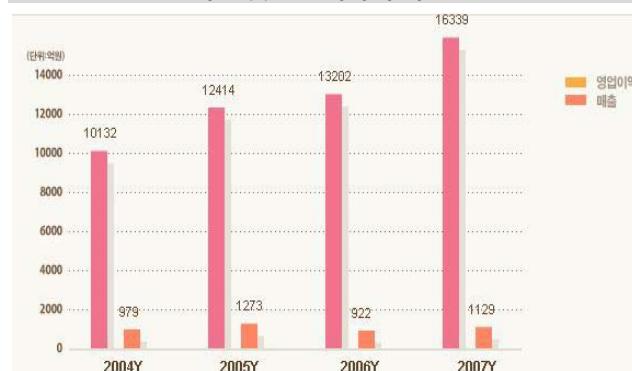
금호건설은 본래 계열사 수주를 바탕으로 공항 및 화학공장 건설에서 우위를 나타냈던 회사였으며, 이러한 기술을 바탕으로 최근 해외건설사업에 뛰어들었다. 80년대부터 국내 공항 및 주택건설 등에 치중했던 금호건설은 2006년 10월 베트남 호찌민 시의 금호아시아나플라자 건설을 시작으로 22년 만에 해외사업을 재개했다. 이후 2007년 9월 두바이 신공항여객터미널 공사를 수주하였고, 앞으로도 공항 및 SOC 건설 사업을 위주로 해외사업비중을 높이는데 주력할 것으로 보인다. 또한 해외에서도 주택 이름을 공통적으로 사용하기 위해 2003년부터 국내 아파트에 사용했던 '어울림'이라는 브랜드를 연내 교체할 예정이다.

매출 및 수주의 급상승의 실상 - 국내 주택 수주

하지만 금호건설은 아직까지 국내주택건설 중심의 업체이며, 수주잔고를 고려해볼 때 당분간은 주택건설이 매출에서 높은 비중을 차지할 것으로 전망된다. 금호건설의 2007년 수주잔고가 대폭 증가한 데에는 80%가량 상승한 주택건설 부분 수주잔고의 영향력이 컸다. 전체 수주잔고 중 주택/개발 부분의 비중이 65%에 이르고, 해외건설 부분의 수주잔고가 미미한 상태이기 때문에 금호건설은 향후 몇 년간 국내주택건설 분야에서 매출 및 이익을 기대해야 한다. 이렇게 주택건설에 집중된 사업포트폴리오를 가진 금호건설은 미분양 사태가 심각한 수준에 도달한 2008년 1분기에 저조한 실적을 기록했다. 동사의 2008년 1분기 매출액은 전년 동기 대비 28% 증가, 영업이익은 전년 동기 대비 1.2% 감소를 보였다. 이 수치에는 유가 상승으로 인한 금호고속의 이익 감소도 반영되었지만, 미분양 문제에 따른 금호건설의 수익성 저하가 영업이익의 감소를 이끌었다고 분석된다.

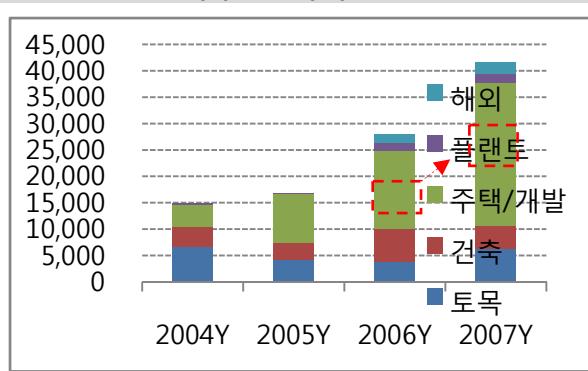


그림 0. 금호건설 매출 및 영업이익 추이



자료: 금호건설 IR자료

그림 0. 금호건설 수주 잔고 추이



자료: 금호건설 IR자료, SMIC Research Team 5

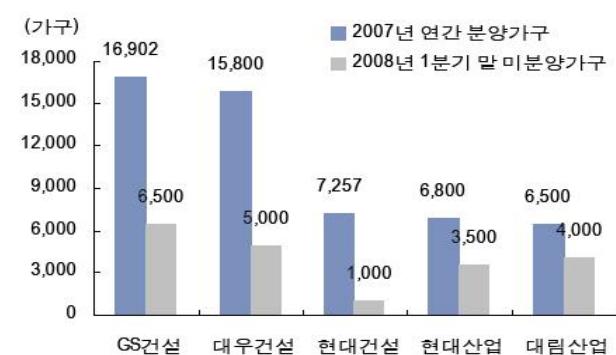
3. 국내주택건설에 집중된 사업 포트폴리오를 가진 대우건설과 금호건설

- 미분양 리스크 직면

**대우건설과 금호건설
모두 국내주택건설 중심**

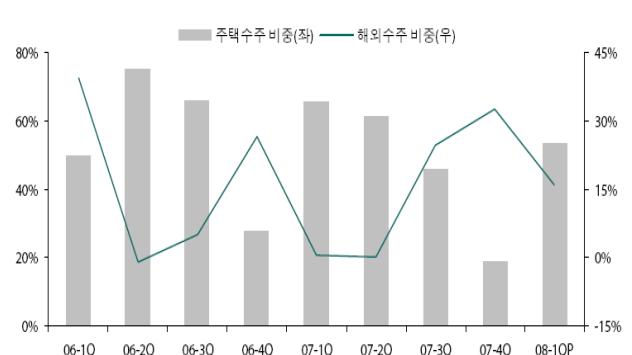
앞서 살펴본 바와 같이 동사가 보유하고 있는 두 개의 건설회사 모두 주택사업을 중심으로 사업 포트폴리오를 구성하고 있다. 대우건설은 신성장동력으로 내세운 해외건설을 본격적으로 시작하며 해외수주량을 늘려가고 있는 추세이고, 금호건설 또한 해외건설에 대한 의지를 표명하고 있지만 두 기업 모두 아직까지 매출액과 수주량에서 국내주택사업에 대한 의존도가 높다. 대우건설은 2007년 총 매출액 6조 665 억원 중 40%정도인 2조 4,310 억원을 주택건설을 통해 벌어들였다. 또한 원가율 상승에도 불구하고 주택건설의 원가율은 84.5%로 업계에서 90% 초반대로 보고 있는 해외사업에 비해 낮다. 금호건설은 2003년 탤런트 김희애를 모델로 '어울림'이라는 주택 브랜드를 선보이며 지속적으로 주택사업의 비중을 확대했고, 현재의 수주잔고를 고려했을 때 주택사업은 금호건설 매출의 중심적인 역할을 담당하게 된다.

그림 0. 대형건설사 주택분양 및 미분양 현황



자료: 각 사, 우리투자증권 리서치센터

그림 0. 대우건설의 주택수주 비중과 해외수주 비중



자료: 대우건설, 하나대투증권 리서치센터

**단기간 내에 해결되기
힘든 주택 미분양 사태****- 뚜렷한 실적개선 한계**

주택사업이 매출 및 수익에 있어 상당한 역할을 담당하고 있는 대우건설과 금호건설에게 있어 미분양 사태는 시급한 문제이다. 국내 대형건설사들의 08년 1분기 실적발표를 비교해보았을 때, 주택사업의 의존도가 높은 대우건설과 동사만이 영업이익 감소를 기록했다. 이는 동사가 보유하고 있는 두 개의 건설회사가 주택시장의 움직임에 얼마나 민감하게 반응하는지를 나타낸다. 해외 플랜트 등 사업 포트폴리오가 다양하게 구성된 타 대형건설사들과 달리 대우건설과 금호건설의 향후 실적 예상은 해외 수주가 아닌 국내주택사업을 중심으로 분석되어야 한다.

대우건설과 금호건설**- 국내주택건설 시장
중심으로 논의**

현재 국내주택시장은 수도권 미분양까지 거론될 정도로 미분양 문제가 악화된 상태이고, 지방 주택 미분양 사태는 장기화될 것으로 전망된다. 즉, 상당한 시간 경과 혹은 혁신적인 정책 개선 없이는 누적된 미분양 물량과 신규 분양 물량이 원활하게 소진되기 힘들다는 것이다. 대우건설은 08년 1분기 현재 업계 중 가장 높은 수준의 미분양 가구수를 기록하고 있다. 올해 전체 분양 예정 가구 15,843가구 중 40% 규모인 6,535가구를 서울에서 분양할 예정이지만, 청주 사직동(1800가구), 울산 남구(1126가구), 울산 동구(1345가구), 대구 서구(1819가구) 등 대단지 분양은 지방에 몰려 있어 미분양 물량이 확대될 우려를 낳고 있다. 대우건설 주택사업의 주력 지역이 대구, 경남, 부산지역이라는 점도 우려되는 부분이다. 금호건설은 현재 영종어울림2차, 오류지구, 천안 안서지구 등에서 미분양 사태를 겪고 있다. 신호 한국주택협회 회장의 발표에 따르면 금호건설은 2007년 8월을 기준으로 수도권 분양률 89%, 지방 분양률 54%를 기록중이며, 미분양 문제 심화에 따라 분양률이 더욱 낮아질 가능성이 높다. M&A를 통한 시너지 효과 창출, 본격적인 해외개발사업 추진과 같은 장기적 기업가치는 미분양 risk가 해결되어 두 건설사의 매출에 대한 신뢰가 정상화 되었을 경우에 논의가 가능한 부분이다.



I. 국내 1위 물류회사 대한통운 M&A – 종합물류회사 도약

금호아시아나그룹 대한통운 M&A

대한통운이 2008년 3월 28일 법정관리를 출업하고 4조 1040억원의 인수가격으로 금호아시아나그룹 계열사가 되었다. 대우건설과 아시아나항공이 각각 23.98%의 대한통운 지분을 취득한 결과이다. 대한통운은 육상운송을 비롯해 해상, 항공운송 그리고 항만하역에 이르는 전문 운송과 더불어 택배, 렌터카, 3자물류, 이사물, 유통사업 등 토탈물류서비스를 제공하는 기업이다. 현재 국내 택배, 운송, 항만하역 업계 1위를 차지하고 있다. 대한통운은 금호아시아나의 날개를 달고 금호 계열사와의 시너지를 통해 글로벌 선도 종합물류기업으로 가겠다는 슬로건을 내걸고 있다.

기존 기대 인수가격 4배 - 물류 포트폴리오 완성

대한통운의 자산은 1조 4613억 9700만원이며 연매출 1조 2000억 원, 영업이익 600억 원을 내고 있다. 그러나 대한통운의 인수가는 처음 예상했던 1조 원을 훨씬 뛰어넘는 4조 원으로 다소 비싼 값에 성사되었고, 기존 그룹계열사들이 떠안은 높은 부채가 현금흐름에 부담을 줄 것이라는 견해가 지배적인 실정이다. 이는 M&A 과정에서 경쟁이 치열했기 때문에 일어난 현상이다. 대한통운 인수는 동사에게 물류 포트폴리오를 완성했다는 데에서 의의가 있다. 그러므로 M&A 이후 대한통운과 금호계열사 상호간에 어떤 시너지를 창출할 수 있는지 주목해야 한다.

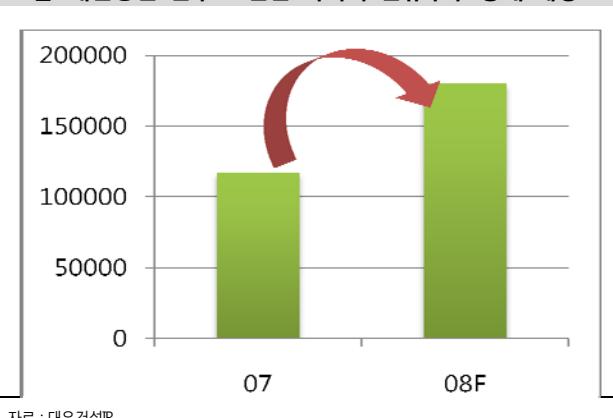
대우건설과 대한통운 시너지

대우건설은 국내 1위 규모의 건설업체이다. 대우건설은 대한통운 지분 획득에 따른 수혜를 가장 많이 받을 것으로 기대된다. 대한통운이 계획하고 있는 국내 물류센터 건설, 해외 항만, 물류기지 건설을 대우 건설이 수주 받아 약 3.7조의 매출 증대 효과를 얻고, 대한통운 보유 항만운영권으로 민자 SOC 사업도 확대될 것으로 보인다. 또한, 이번 인수로 향후 대우건설이 리비아에서 약 2조 8000억 원의 공사수주 기회를 잡을 수 있을 것으로 전망된다. 대수로 공사를 전담하다시피 하고 있는 리비아 현지 대수로 전문 시공사인 ANC의 지분을 대한통운과 대우건설이 각각 25%를 갖고 있기 때문이다. 즉, 대한통운 건설 발주 물량의 대부분을 대우건설이 가져감으로써 매출증대를 일으킬 수 있다.

그림. 대한통운 추진 항만공사

구분	시기	공사금액
평택항	2008년	1400 억
	2009년	700 억
목포항	2008년	1400 억
울산신항	2009년	1500 억
포항항	2009년	850 억
마산항	2009년	500 억
베트남 하이퐁	2008년	1000 억
자료: 대우건설 IR		합계 7350 억

그림. 대한통운 인수로 인한 리비아 신규수주 증대 예상



대한통운 측에서도 대우건설의 인소싱 물량을 확보하여 매출을 증대시키고, 글로벌 항만네트워크를 구축하고자 하는 의지를 실현하는데 금호 그룹의 도움을 받을 수 있을 것이다.

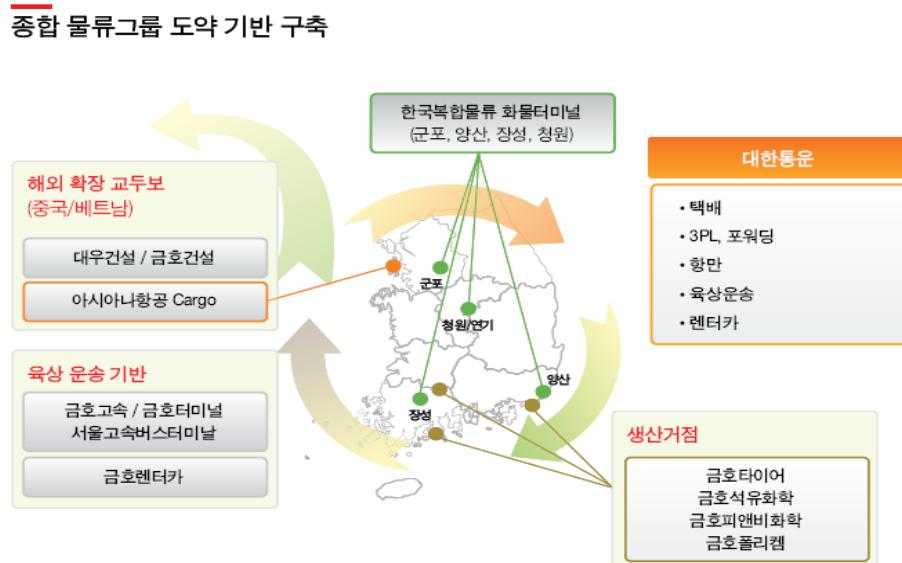
대한통운의 의미 종합 물류기업

금호아시아나는 이번 대한통운 인수를 통해 육상·항만 물류 기업을 갖춤으로써 종합 물류기업으로 성장할 발판을 마련했다. 이로써 금호아시아나는 아시아나항공, 대한통운, 금호산업 고속사업부 외 14개사를 소유하게 되었다. 금호아시아나는 인수 후 인사를 통해 그룹의 물류계열사인 한국복합물류, 대한통운물류, 아시아나공항개발의 임원을 대한통운으로 이동시켰다. 각자 별도로 운영돼 온 그룹 내 물류 관련 계열사를 대한통운 인수를 계기로 통합 관리함으로써 불필요한 인력 및 지출을 줄이고 중복 투자를 피함으로써 그룹의 물류시너지 효과를 최대화 하겠다는 것이다. 이렇듯 금호아시아나는 종합물류회사로 거듭나기 위해 역량을 집중시키고 있다. 또한, 대한통운은 아시아나항공과 국내외 인프라와 네트워크를 공유하여 해외 매출을 증대시킬 수 있고, 자체적으로도 항공운송을 이용한 국내 당일 특송이나 국제택배 등 신뢰도 높은 상품을 개발할 수 있을 것으로 예상된다.

작은 M&A 초기 시너지는 향후 장기적으로 평가

금호아시아나는 대한통운 인수로 총 11조원의 시너지를 창출할 수 있을 것으로 예상하고 있다. 그러나 인수 계약을 체결한 시점이 얼마 되지 않았기 때문에 아직 가시적인 성과는 보이고 있지 않다.

그림. 금호그룹의 종합 물류그룹 도약 기반 구축



자료: 아시아나항공 IR



아시아나항공과 금호고속 – 운송사업의 성장성

1. 안정된 국내 운송사업 역량 그러나 거시 변수 리스크 존재

금호고속, 아시아나 항공

동사의 사업부로 존재하는 금호고속과 계열사로 존재하는 아시아나항공은 육로 여객 운송 시장과 항공 여객 운송 시장에서 안정된 지위를 차지하고 있다. 금호고속의 경우 시장 점유율 1위를 수 년간 유지하고 있으며 동사가 소유하고 있는 서울 터미널 및 금호터미널과 같은 기반 시설을 통해 확고한 우위를 점하고 있다. 아시아나 항공은 한진그룹의 대한항공과 함께 국내 항공 운송 시장을 양분하고 있다. 이러한 독점적인 지위는 향후 큰 변동 없이 지속적 유지가 가능할 것으로 판단된다.

운송사업의
성과 결정 변수
- 유가 추이

성숙기 단계에 접어든 국내 운송 시장에서 높은 점유율만으로 기업 가치 성장을 창출할 수 없다. 기업 성과를 결정하는 가장 중요한 변수는 유가변동이다. 유가 100달러 시대에 진입하면서 운송업체들의 성과가 크게 저하되고 있다. 향후 전 세계적인 에너지 수요 증가와 석유 생산량 압박이 이어질 것으로 전망되고 있어 유가 하락에 의한 기업 성과 개선은 기대하기 힘들 것으로 전망된다.

종합물류사업을 통한
시너지 창출에 대한
보수적 관점

대한통운을 인수하면서 종합물류기업으로 변모한 금호아시아나의 시너지를 통한 성장은 다소 추상적이다. 08년에 인수된 대한통운이 기업 내 시너지 유발에 기여하기까지 상당 시일이 소요될 것으로 보인다. 운송 사업에서 고 수익 창출 분야는 여객이다. 운송 CAPA가 크게 늘어나지 않는 이상 기존의 여객 수송의 가치를 훼손하지 않은 체 물류 운송량 증가를 유도할 수는 없기 때문이다.

동사의 운송사업
과거 추이 유지 전망

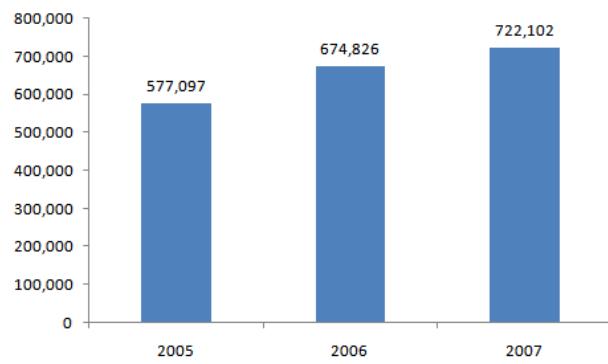
운송사업은 동사의 든든한 Cash Cow 역할을 담당한다. 그러나 향후 폭발적인 성장을 기대하기에는 많은 난관이 존재한다. 특히 가장 높은 비중을 차지하는 유가 변동은 동사의 자구적 노력으로 극복할 수 없는 거시 변수에 해당한다. 그러나 최근 정부의 유류 보조제가 가시화 되고 있는 상황과 가격에 원가 상승분을 반영할 수 있는 충분한 시간이 경과하고 있음을 고려해야 한다. 따라서 본 리서치 팀은 동사의 운송사업부는 과거 성장성을 유지하되 단기적으로 고성장을 기대할 수 있는 여력은 크게 부족할 것으로 판단한다.

그림. 국제 유가 추이



자료: 한국에너지협회

표 아시아나항공 영업이익 추이



자료: 아시아나항공 공시



SNU Midas Investment Club

올바른 투자문화 정착을 위해. 서울대투자연구회

M&A가 남긴 상처 - 금호건설 재무 리스크

2. 대우건설 M&A 자금조달 구조와 Put Back Option

대우건설 M&A 이후

2006년 12월 15일자로 진행된 금호아시아나그룹의 대우건설에 대한 M&A는 기존 한국자산관리공사가 가지고 있던 지분 등을 금호아시아나그룹 컨소시엄이 매수하는 방식으로 진행되었다. 대우건설의 총 지분 중 72.1%를 6조 4225억 원을 들여 확보하였는데, 그 중 금호아시아나그룹이 32.54%를 차지하고 나머지 39.62%는 재무적투자자(FI)가 가지게 되었다. 이중 최대주주는 금호산업이며 18.46%의 지분을 소유하게 되었으나, 그 후 유상감자와 장내매수를 통해 2007년 말 기준 지분율이 18.52%로 소폭 상승한 상태이다.

약 4조 2천 억원에

달하는 Put Back

Option의 부담

대우건설 M&A 금융에서 눈여겨보아야 할 것은 바로 Put Back Option이다. 금호아시아나그룹은 대우건설 M&A 컨소시엄에 참여한 재무적투자자들에게 연간 9%의 수익률을 제공하기로 약정을 맺었고, 그에 따라 2009년 말에 대우건설 보유지분 전량을 33,085원에 금호아시아나그룹에게 매도할 수 있는 권리를 주었다. 따라서 2008년 5월 5일 현재 17,900원에 거래중인 대우건설이 2009년 말까지 33,805원에 미치지 못한다면 금호아시아나그룹은 약 4조 2500억 원을 들여 재무적투자자들의 주식을 매수해야 한다.

대우건설 M&A로 인해

금호산업 재무구조 악화

동사는 대우건설의 지분 18.46%를 확보하기 위해 약 1조 6446억 원을 투자했다. 이러한 자금을 조달하기 위해 내부유보금 및 차입금을 사용하였으며, 그로 인해 2006년 금호산업의 사채 혹은 차입금으로 인한 현금흐름이 9,838억 원이 증가하였고 당좌자산이 1,724억원 감소, 유형자산이 6,036억원 감소하였다. 그러므로 대우건설 M&A로 인해 동사의 투자자산 비율이 증가하고 부채비율이 증가하는 등 재무구조가 불건전해졌음을 추정할 수 있다.

3. 금호산업 수익 악화 원인은 M&A 이후 부채 증가에 따른 이자비용

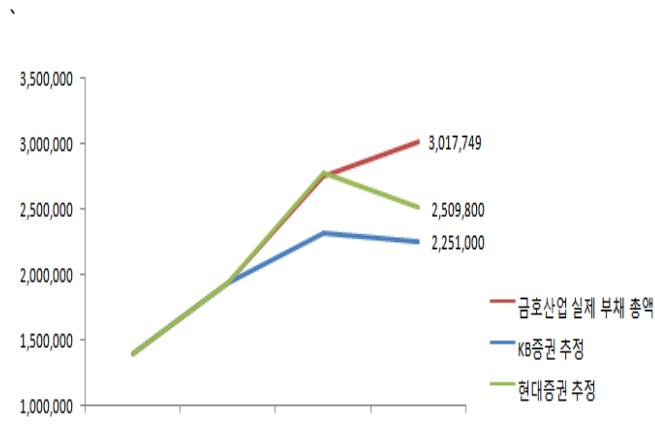
영업이익률에 달하는

이자비용

대우건설 M&A 당시 동사는 비 핵심 자산 처분을 통한 부채 상환을 계획했다. 그러나 07년 한 해 동안 전문가들의 예측과 달리 부채 총액은 크게 늘어나 3조 원을 초과, 기업에 큰 부담으로 작용하게 되었다. 부채 비율의 증가는 동사의 실적에 큰 영향을 미치고 있다. 동사의 당기 순이익은 06년 대비 79.5% 감소했다. 08년 1분기 실적 발표에 따르면 265억 원의 당기 순 손실을 기록했다. 국내 주택 시장 불황과 유가 상승으로 인한 금호건설, 금호고속의 실적이 기대에 미치지 못한 요소가 존재하는 것은 사실이다. 그러나 07년 이자비용만 1,340억 원이 발생했으며 이는 전체 매출액의 7%에 해당하는 규모다. 동사의 07년 영업이익률 7.6%를 감안하면 이자 비용으로 인한 손실 규모를 가늠할 수 있다.

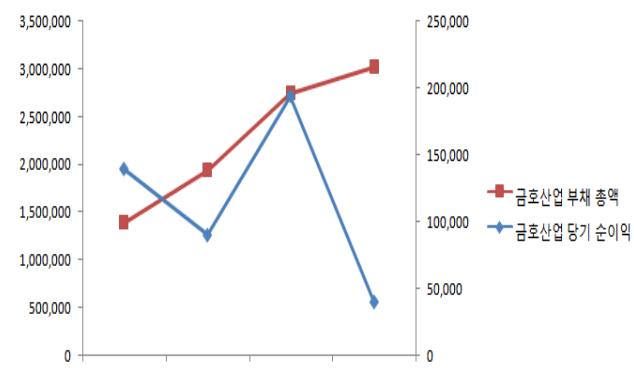


표 0. 금호산업 대우건설 M&A 이후 부채 추이



자료: 동사 공시

표 0. 금호산업 대우건설 M&A 이후 부채와 당기 순이익 추이



자료: 동사 공시

4. 대우건설 Put Back Option은 재무구조의 치명적 영향 초래

**영업이익률에 달하는
이자비용**

동사는 대우건설 M&A 당시 투자 금액의 39.62%를 재무적 투자자로부터 조달하였다. 당시 이 자금에 대해 Put Back Option이 적용되었다. Option의 내용은 2009년 말까지 대우건설의 주식 가격이 33,085원에 미치지 못할 경우 동사가 전량 매수를 하는 것이었다.

표 0. 대우건설 주가 추이



대우건설 주가 하락 원인

- 유동성 위기
- 건설경기 악화

M&A 이후 지속적인 주가 상승 곡선을 그리던 대우건설은 07년 후반기를 기점으로 지속적으로 하락, 최근 1,700원 선에 머물고 있다. 주가 하락의 원인은 크게 2 가지로 요약될 수 있다. 하나는 대한통운 인수에 따른 유동성 위기감이 고조되었기 때문이다. 다른 하나는 건설 경기 악화로 대우건설에 대한 기대 심리가 줄어들면서 나타난 부정적 영향이다. 대한통운 인수에 따른 유동성 문제는 향후 대한통운의 유상감자가 계획대로 진행될 경우 큰 부담으로 작용하지 않을 것으로 판단된다. 그러나 건설 경기 악화의 경우 주택 소유에 대한 법적 제재와 거시적인 경기 악화로 인한 문제이기 때문에 쉽게 해결되기 힘들 것으로 보인다.



대우건설 주가 하락 원인	본 리서치 팀은 대우건설에 대한 Put Back Option이 현실화 될 것으로 전망한다. 그 근거로 지속적인 해외 수주가 이루어지고 있음에도 불구하고 국내 주택 사업에 대한 Risk로 인해 주가 하락이 이어지고 있으며, 건설 산업에 대한 당초 기대 용인들(예: 신 정부의 대운하 공사, 주택 관련 법규 완화 등)에 대한 기대감도 효력을 잃어가고 있기 때문이다. 대한통운과의 본격적인 Synergy 효과가 반영되기까지 일정 기간이 소요됨을 감안 할 때 1년 6개월 안에 현재 2배의 주가 가 현실화 되는 것은 불가능할 것으로 전망된다.
Put Back Option 현실화	

5. Put Back Option 행사로 인한 부채 증가 분석	
Put Back Option 행사 시	Put Back Option이 현실화될 경우 동사에 미치는 영향을 분석하기 위해 본 리서치 팀은 다음과 같은 방법을 사용하였다. 대우건설의 주가 하한선은 07년 기준
금호산업 부담 금액	PBR=1에 해당하는 주가인 9,358원을 감안하여 9,000원으로 가정하였다. 하한선부터 Put Back Option 실행 가격인 33,085원에 걸쳐 금호산업에 미치는 영향을 단계별로 분석한 결과는 다음과 같다.

표 0. 대우건설 예상 주가에 따른 Put Back Option과 부담 금액(부담 금액 단위: 십억 원)

대우건설 예상 주가	9,000	15,000	18,000	20,000	21,000	24,000	27,000	33,085
Put Back Option Spread	-24,085	-18,085	-15,085	-13,085	-12,085	-9,085	-6,085	0
Put Back Option 부채 금액(십 억원)	-3,109	-2,334	-1,947	-1,689	-1,560	-1,173	-785	0

자료: SMIC Research 5 Team

Put Back Option	본 리서치 팀은 대우건설의 주가를 09년 Put Back Option 실행 시 20,000원으로
- 대우건설 주가 20,000원	가정한다. 국내 주택 경기 악화와 원자재 가격 상승과 같은 악재가 존재하는 동시에
- 금호산업 부담 금액	주가 상승을 위한 해외 수주 확보 및 주식 소각과 같은 행위가 일어날 것으로
9천억 원 규모	전망되기 때문이다. 대한통운 인수 이후 대우건설의 주가는 20,000원 선을 중심으로 상승과 하강을 반복하고 있다. 그러나 1년 6개월 뒤 대우건설의 주가 예측을 하는 것은 사실상 불가능한 일이다. 일반적인 주가 예측과 달리 Put Back Option 시행이 기정사실화 되어 있고 그 파급효과가 상당하기 때문에 이를 막기 위한 기업의 자구적 노력과 시장의 반응을 모두 고려해야 하기 때문이다. 따라서 본 리서치 팀은 Valuation을 위한 잠정적 예측 주가인 20,000원을 제시하되 가장 낮은 수준인 9,000원부터 Put Back Option 시행가인 32,510원까지 다양한 경우의 수를 제시, 상황에 따른 투자자의 올바른 판단을 돋고자 한다.

6. 대한통운 M&A 자금조달 구조	
대한통운 M&A 이후	2008년 3월 14일자로 이루어진 금호아시아나그룹의 대한통운에 대한 M&A는 제3
지분소유 구조	자 배정 유상증자 방식으로 행해졌다. 발행되는 신주에 대한 구매와 기존 금호산업이 소량 소유하고 있던 대한통운의 주식을 아시아나항공 소유로 재편하면서 아시아나항공과 대우건설이 각각 지분 23.98%를 소유하고 나머지 계열사가 7.76%를
대우건설과	소유하게 되어, 총 55.72%의 대한통운 지분이 금호아시아나그룹에 속하게 되었다.
아시아나항공이 대주주	



**대한통운 M&A로 인해
대우건설과
아시아나항공의 부채
증가**

대한통운 M&A를 위한 자금은 금호아시아나그룹이 3조 4410억 원, 전략적투자자(SI)가 1750억 원, 재무적투자자(FI)가 4880억 원을 투자하여 총 4조 1040억 원을 기록했다. 이중 대우건설이 1조 6500억 원, 아시아나항공이 1조 4000억 원을 부담하였고, 이러한 자금부담을 해소하기 위해 두 회사 모두 교환사채(EB) 5,460억 원과 단기차입금 5,760억 원을 활용하였다. 따라서 두 회사의 부채는 대한통운 M&A만을 고려하였을 때 총 2조 2,440억 원이 증가하였다.

**두 회사는 지분법평가와
Put Back Option으로
동사에게 큰 영향**

두 회사의 이러한 재무구조의 변화는 동사에게 간접적으로 큰 영향을 미치게 된다. 동사는 아시아나항공 지분의 33.5%를 소유하고 있기 때문에 지분법평가대상으로 적용된다. 따라서 아시아나항공의 부채로 인한 이자비용은 지분율에 따라 동사의 영업외비용으로 계상된다. 또한 대우건설에 대해서는 지분율 18.52% 소유하고 있기 때문에 마찬가지로 지분법평가 적용 대상이며, M&A 과정에서 발생한 Put Back Option의 부담이 동사에게 짐이 되고 있다. 대우건설의 재무적투자자들에 대한 Put Back Option이 행사될 경우 약 4조 2,500억 원의 투입이 필요하며, 그룹사 중 대우건설에 대한 지분율이 가장 높은 동사는 그에 대한 상당한 책임을 가지고 있다고 봐야 한다. 따라서 이러한 재무적 리스크는 동사의 가치평가에 있어 부정적 영향으로 작용하고 있다.

표 0. 금호아시아나 컨소시엄의 대우건설 지분소유 구조

이름	비율
금호산업	18.52%
금호타이어	5.61%
금호석유화학	4.49%
기타	3.93%
FI	39.63%
합계	72.1%

표 0. 금호아시아 컨소시엄의 대한통운 지분소유 구조

이름	비율
아시아나항공	23.98%
대우건설	23.98%
기타	7.76%
SI, FI	4.08%
합계	59.8%

자료: 각사 공시

표 0. 대우건설과 대한통운 M&A가 금호산업에 미치는 재무적 영향



자료 : SMIC Research 5 Team

**대한통운 M&A는
유상증자 방식**
- 추후 유상감자를 통해
현금회수 가능

7. 대한통운 M&A가 금호산업에 미치는 금융 효과

대한통운 M&A는 제3자 유상증자 배정방식으로 이루어졌는데, 이러한 M&A의 특징은 투자된 자금이 그대로 인수대상 기업의 자본금에 포함되기 때문에 추후 유상감자를 통해 자금을 다시 회수할 수 있다는 점이다. 대한통운의 기존 주식수는 16,134,654주였으나, 신규 발행된 주식수는 24,000,000주로 기존 주식수의 약 150%에 해당된다. 신규 발행 주식에 대한 거래가격이 총 4조 1,040억 원이었으므로 대한통운의 자본금이 그만큼 늘어났음을 추측할 수 있다. M&A가 마무리된 후 유상감자를 행할 것으로 예상되는 자본금은 증가된 금액과 같은 4조 1,040억 원으로 가정한다. 대한통운의 유상감자 제한기간이 M&A로부터 1년이므로 2009년 3월부터 유상감자가 가능하다.

**대한통운 유상감자를
통해 대우건설과
아시아나항공에 각각
9841억 원이 유입**

대우건설과 아시아나항공은 각각 대한통운 지분의 23.98%를 소유하고 있으므로 유상감자가 행해진다면 해당 금액의 47.96%가 두 회사에 현금으로 유입된다. 따라서 두 회사에는 각각 9841억 원의 현금이 발생할 것이다. 이 자금은 두 회사가 M&A를 위해 발행한 교환사채와 단기차입금의 부담을 해소하는 데 우선적으로 쓰일 것이다. 단기차입금의 규모는 5760억 원이며 만기가 2009년 9월이므로 유상감자로 인해 발생한 현금이 빠른 시일 안에 단기차입금 상환에 우선적으로 사용될 것이다.

**대한통운 M&A에 관한
금융비용 구조**

대한통운을 인수함으로써 대우건설과 아시아나항공에 발생하는 금융비용은 “자체조달 자금에 대한 기회비용 + 교환사채에 대한 이자비용 + 단기차입금에 대한 이자비용 – 부채상환 후 남은 유상감자 현금유입액의 이자수익”으로 요약할 수 있다.

[대우건설]

자체조달자금 5280억 원 (1조 6500억 – 교환사채 5460억 – 단기차입금 5760억)

기회비용 5% (3년 만기 국고채 수익률 기준)

자체조달자금에 대한 연간 기회비용 = 264억 원

교환사채 5460억 원

만기수익률 9%

교환사채 연간 비용 491억 원

단기차입금 5760억 원

이자율 7.06% (2008년 5월 7일 CD금리 + 170bp)

단기차입금 연간 이자비용 407억 원 (2009년 3월 상환을 가정)



단기차입금 상환 후 유상감자 현금유입 잔여액 4381억 원
이자율 5% (3년 만기 국고채 수익률 기준)
연간 이자수익 219억 (2009년 3월부터 발생)

초기 1년간 비용 : 1162억 원
1년 후 연간 비용 : 536억 원 (M&A 후 5년까지 지속)

금호산업에 미치는 영향 (대우건설에 대한 지분법평가 적용, 18.52%)
초기 1년간 215억 원
1년 후 연간 99억 원

[아시아나항공]

자체조달자금 2780억 원 (1조 4000억 - 교환사채 5460억 - 단기차입금 5760억)
기회비용 5% (3년 만기 국고채 수익률 기준)
자체조달자금에 대한 연간 기회비용 = 139억 원

교환사채 5460억 원
만기수익률 9.5%
교환사채 연간 비용 519억 원

단기차입금 5760억 원
이자율 7.56% (2008년 5월 7일 CD금리 + 220bp)
단기차입금 연간 이자비용 435억 원 (2009년 3월 상환을 가정)

단기차입금 상환 후 유상감자 현금유입 잔여액 4381억 원
이자율 5% (3년 만기 국고채 수익률 기준)
연간 이자수익 219억 (2009년 3월부터 발생)

초기 1년간 비용 : 1093억 원
1년 후 연간 비용 : 439억 원 (M&A 후 5년까지 지속)

금호산업에 미치는 영향 (아시아나항공에 대한 지분법평가 적용, 33.5%)
초기 1년간 366억 원
1년 후 연간 147억 원



표 0. 대한통운 M&A가 금호산업에 미치는 금융비용

**대한통운 M&A의 5년간
금융비용은 대우건설
3306억, 아시아나항공
2849억**

따라서 대한통운 M&A가 추후 5년간 금호산업에 미치는 순금융비용은 총 1547억 원이며, 초기 1년간 575억 원, 그 후 4년간 243억 원을 기록할 것으로 예상된다. 대우건설의 순금융비용은 5년간 총 3306억 원이며, 초기 1년간 1162억 원, 그 후 4년간 536억 원을 기록할 것이다. 아시아나항공은 총 2849억 원, 초기 1년간 1093억 원, 그 후 4년간 439억원의 비용을 부담하게 된다.

**금융비용으로 인해
대우건설 당기순이익
11.1%, 아시아나항공
63.7% 감소**

대우건설의 지난 3년간 평균 당기순이익인 5943억 원을 기준으로 위에서 계산 연간 평균 금융비용을 비교해보면 매년 당기순이익의 11.1%가 감소할 것으로 예측된다. 아시아나항공의 경우 지난 3년간 평균 당기순이익은 894억 원이며 연간 평균 금융비용을 매년 당기순이익의 63.7%가 감소할 것이다. 이러한 두 회사의 금융비용은 본 보고서의 후반부에서 제시할 기업의 예측주가에 반영될 것이다.

Put Back Option 행사 후 금호산업의 기업가치 - Valuation

기업가치와 지분의 가치, Put Back Option을 고려한 수정된 EV를 도입

EV/EBITDA를 사용하여 영업가치를 구하고 지주회사인 점을 감안하여 동사가 가진 투자자산을 고려해 주었다. 또한 대우건설 Put Back Option이 동사의 가치에 미치는 영향이 상당한 점을 고려하여 Valuation에 반영하였다. 이런 과정을 거쳐 수정된 EV를 제시하여 목표주가를 산정한다

영업 가치 산출 - 예상 매출액 성장률을 바탕으로 08년 예상 EBITDA산출

국내 주택시장의 미분양 문제와 해외 건설 부분의 뚜렷한 수주 상황이 없는 것을 반영하여 2008년 매출액 성장률을 2007년과 동일하게 5%로 가정했다. 또한 원자재 값 상승으로 인한 원가 부담을 반영하여 매출 원가율을 전년도 보다 1%증가한 88%로 가정했으며 판관비 비중은 지난 3개년 사업 년도와 동일한 6%로 보았다. 감가상각비는 매출액 대비 감가상각비의 비율을 직전 3개 사업 년도 평균인 1.7%로 보고 영업이익에 더해서 예상 EBITDA를 구했다.

표 0. 동사의 과거 3년간 EBITDA 추이

표 0. 동사의 2008년 예상 EBITDA

계정과목명	단위	2005/12	2006/12	2007/12	2008년 예상 EBITDA
매출액(*)	천원	1,529,681,895	1,628,632,605	1,917,317,998	매출액(*) 천원 2,013,183,898
매출원가(*)	천원	1,284,038,919	1,400,988,431	1,662,694,169	매출원가(*) 천원 1,771,601,830
매출원가율		84%	86%	87%	매출원가율 88%
매출총이익(손실)	천원	245,642,976	227,644,174	254,623,829	매출총이익(손실) 천원 241,582,068
판매비와관리비(*)	천원	89,772,753	101,638,678	109,697,471	판매비와관리비(*) 천원 120,791,034
판관비 / 매출액		6%	6%	6%	판관비 / 매출액 6%
영업이익(손실)	천원	155,870,223	126,005,496	144,926,358	영업이익(손실) 천원 120,791,034
감가상각비	천원	30,048,320	31,219,252	25,605,096	감가상각비 천원 34,224,126
유형자산감가상각비	천원	27,632,959	26,607,411	21,433,001	
무형자산상각비	천원	2,415,361	4,611,841	4,172,095	
EBITDA	천원	185,918,543	157,224,748	170,531,454	EBITDA 천원 155,015,160

자료: 동사 공시

자료: SMIC Research 5 Team

EV/EBITDA는 비교 대상 회사를 선정하여 상대적 비교

적정한 EV/EBITDA를 구하기 위해서 상위 건설회사 4개사의 3개년 EV/EBITDA 평균을 구하고 운송회사 4개사의 3개년 EV/EBITDA의 평균을 구하여 적용했다. 비교 대상 건설회사는 GS건설, 현대건설, 대우건설, 대림산업이며 비교대상 운송회사는 대한항공, 아시아나항공, 동양고속, 천일고속이다. 천일고속의 EV/EBITDA는 일시적으로 지나치게 높게 기록된 때가 있는데 이는 비정상적으로 EBITDA가 낮게 나왔기 때문이며 적정 EV/EBITDA 산출 시 제외하였다. 이렇게 도출된 EV/EBITDA를 동사의 각 사업별 매출액 비중으로 가중 평균하여 적정 EV/EBITDA를 구하였다.

표 0. 동사의 적정 EV/EBITDA Multiple 산정

	EV/EBITDA	매출액 비중
운송회사 4사 3년 평균 EV/EBITDA	8.9	15%
건설회사 4사 3년 평균 EV/EBITDA	13.42	85%
가중 평균한 EV/EBITDA	12.77	

자료: SMIC Research 5 Team



지분의 가치 평가 -
지주회사의 특징을
반영하기 위해 지분의
가치 고려

지주회사의 성격상 지분을 보유한 회사의 실적에 따른 주가의 변동에 따라 동사의 실적과 주가도 영향을 받기 때문에 동사가 보유한 투자자산의 가치를 고려해 주었다. 상장되어 있는 투자자산 중 대우건설과 아시아나항공의 주가는 각 회사의 실적에 따라 변동성을 가지기 때문에 동사의 투자 자산 가치는 대우건설과 아시아나항공의 실적을 바탕으로 평가해야 할 것이다. 그런데 앞서 언급한 논리에 따라 대우건설은 실적이 개선될 만한 뚜렷한 요인이 보이지 않으며 아시아나항공 또한 유가 급등에 따라 힘든 시기를 겪을 것으로 보이기 때문에 본 리서치 팀에서는 최근 1개월 평균주가에 실적 부진에 대한 예상이 반영되었다고 보고 대우건설과 아시아나항공의 주가에 대해 할인이나 할증 없이 최근 1개월 평균주가를 2008년 예상 EV에 더해주었다.

기타 비상장사에 대한 투자 증권에 대해서는 변동성이 작은 것은 장부가를 적용하고 나머지는 성격에 따라 공시지가와 장외거래가 등을 적용하였다.

투자증권	금액(천원)	비고
상장사		
아시아나항공	374,077,714 1개월평균주가 적용 6,374	지분율 33.5%
대우건설	1,400,328,976 1개월평균주가 적용 19,155	지분율 22.4%
금호종금	10,413,478 1개월평균주가 적용 11,149	지분율 5.45%
비상장사		
금호생명	230,000,000 최근 1개월 장외거래가 적용, 매각 시 27.5% 법인세 적용	지분율 16.16%
금호터미널	269,900,000 2007년 말 장부가 적용	지분율 100%
금호리조트	236,300,000 2008년 추가 출자분 까지 반영	지분율 100%
서울고속터미널	273,300,000 서울고속터미널 공시지가의 38.74%	지분율 38.74%
민자SOC지분	172,900,000 50%의 예상매각이익률, 27.5% 법인세 적용	
기타 투자유가증권	136,200,000 2007년 말 장부가 적용	
합계	3,103,420,168	

Put Back Option의 risk -
금호산업이 지분을 전부
인수한다고 가정

금호산업은 대우건설의 1대주주이기 때문에 대우건설 주식 1억2900만주에 대한 Put Back Option이 행사되었을 때 1차적인 책임을 져야 한다. 따라서 금호산업의 Put Back Option 부담율을 100%로 보았다. 행사가는 33085원이며 대우건설의 주가를 20000원 선으로 보고 차액을 리스크에 반영했다.

Target Price=24653
Sell

EV/EBITDA	12.77
EV	1,979,543,595
(순차입금-현금)	2,061,730,736
적정시가총액	-82,187,141
투자자산총액	3,103,420,168
(우선주시가총액)	134,600,000
(put back option risk)	1,687,965,000
수정EV	1,198,668,027
유통 보통주	48,622,532
목표주가	24,653
현재주가	32,850

