

남화토건 (091590/Not Rated)

양파처럼 까면 갈수록 매력적인 자산가치주

Small Cap 박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

Small Cap 이규선

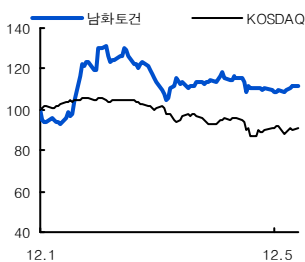
02-768-3071

gyusun.lee@dwsec.com

Not Rated

목표주가(원,12M)	-
현재주가(12/06/11, 원)	4,770
상승여력(%)	-
EPS 성장률(12F,%)	71.2
MKT EPS 성장률(12F,%)	18.9
P/E(12F,x)	5.2
MKT P/E(12F,x)	9.2
KOSDAQ	469.59
시가총액(십억원)	56
발행주식수(백만주)	12
60D 일평균 거래량(천주)	68
60D 일평균 거래대금(십억)	0
배당수익률(12F,%)	3.1
유동주식비율(%)	43.3
52주 최저가(원)	3,765
52주 최고가(원)	5,840
베타(12M, 일간수익률)	0.6
주가변동성(12M)	2.5
외국인 보유비중(%)	0.6
주요주주	
최상준 외 15인(56.74%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7		
상대주가	-1.1		



- 미군공사와 항만공사에 특화된 우량 종합건설사로서 우량한 재무구조 보유
- 올해부터 평택미군기지이전사업 건축 공사 발주 본격화로 미군공사 수주 급증 예상
- 올해 사상 최대 실적 예상되며, 우량 관계회사 자산 가치만 합해도 시가총액 육박해 매우 저평가 상태

평택미군기지이전 건축공사 발주 본격화 수혜

남화토건은 58년 설립됐으며 미군공사와 항만공사에 특화된 종합건설사이다. 동사 매출의 80% 이상이 미군공사가 포함된 관급 공사로부터 발생하므로 사업기반이 안정적이고 수익성이 양호하다. **올해부터 평택미군기지이전사업 건축 공사가 본격화되면서 동사의 미군공사 수주가 급증할 것으로 전망된다.**

평택미군기지이전사업은 총 공사비 11~13조원의 대규모 장기 프로젝트이며, 향후 미군공사 시장 규모는 과거 연간 5천억원 내외에서 향후 16년까지 1~2조원 규모로 성장할 전망이다. 동사는 과거 30년 이상 미군공사를 꾸준히 수주해 왔으며, 11년 미군공사 매출액은 전년대비 300% 이상 증가한 200억원을 달성했다. 올해부터는 연간 400~500억원 정도의 꾸준한 수주를 예상하고 있어 외형 성장에 크게 기여할 것으로 예상된다.

우량 관계회사 자산 가치만 합해도 시가총액에 육박

동사는 자산가치가 높은 관계회사 3사 남화산업, 한국시멘트, 한국케이블TV광주방송 지분을 보유하고 있다. 남화산업은 공시지가 718억원의 부지 등 약 1,100억원 상당의 부동산을 보유하고 있다. **동사의 실질 지분율(38.9%) 감안시 부동산 가치만 약 430억원에 달한다. 여기에 자회사 한국케이블TV광주방송의 장부가 약 60억원을 더하면 동사의 시가총액 수준에 육박한다.** 손자회사인 한국시멘트는 안정적인 영업실적과 우량한 재무구조를 기반으로 향후 상장 추진 가능성이 높다. **상장시 지분 46.1%를 보유한 자회사 남화산업의 자산가치는 더욱 높아질 수 있다.**

올해 사상 최대 실적 예상에 자산가치 매력까지

12년 실적은 매출액 1,020억원(YoY + 20%), 영업이익 87억원(YoY + 46%), 지분법손익을 반영한 세전이익 135억원(YoY + 30%), 순이익 105억원(YoY + 27%)의 사상 최대 실적이 예상된다. **현 주가는 12년 예상 기준 P/E 5배, P/B 0.6배 수준에 불과하다. 게다가 동사의 순현금 333억원, 자회사 남화산업 관련 부동산 가치 약 430억원, 손자회사 한국시멘트 상장시 남화산업 지분 가치 상승 등 감안시 현 주가는 매우 저평가됐다고 판단된다.**

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	50	1	2.8	4	473	2	1	5.1	0.0	0.0	-17.7
12/11	85	6	7.0	5	532	9	9	5.5	0.0	0.0	-2.6
12/12F	102	9	8.5	11	911	9	7	11.8	5.2	0.6	3.4
12/13F	120	11	9.0	13	1,088	11	9	12.7	4.4	0.5	2.4
12/14F	140	13	9.5	15	1,282	14	10	13.4	3.7	0.5	1.5

주: K-IFRS 개별 기준, 세전이익은 관계회사 지분법손익 반영, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

미군공사와 항만공사에 특화된 우량 종합건설사

관급 공사 위주로
안정적인 사업 영위

남화토건은 58년 설립됐으며 미군공사와 항만공사에 특화된 종합건설사이다. 발주처별 매출 비중은 11년 기준 관급 60%, 미군공사 23%, 민간 17% 순이다. 미군공사도 크게 관급에 포함되므로 **동사 매출의 80% 이상이 안정적인 관급 공사에 기반**한다고 볼 수 있다. 민간 건축 공사는 자체 개발사업을 배제하고 있으며 안정성과 수익성을 위주로 선별 수주하고 있다.

본사는 전남 화순에 위치하여 미군공사를 제외하면 지역적 사업 기반이 주로 호남지역에 있다. **우량한 재무구조 및 높은 신용도는 동사의 큰 장점**이다. 12년 1분기말 현재 부채비율 19%, 순현금 330억원, 신용등급 A+ 을 확보하고 있다. 부동산 경기 침체로 지방 중소 건설사들의 경영난이 심각한 상황에서 시공사의 높은 재무건전성을 요하는 관급 공사 입찰 등에서 동사의 반사이익이 예상된다.

미군공사 수주 확대로
외형 성장도 기대

동사는 1979년 미군납수출업체 등록 후 30년 이상 지속적으로 미군공사를 수행해왔다. 미군공사는 FED(Far East District, 미국동공병단) 공사와 CCK(Construction Command Korea, 주한미군) 공사로 나뉜다. FED 공사는 50억원 이상 중대형 신,증축 공사이며 CCK 공사는 10억원 미만 중소형 개보수 공사이다. **올해부터 평택미군기지이전사업 건축 공사 발주가 본격화될 예정**이므로 동사의 수주 확대가 기대된다.

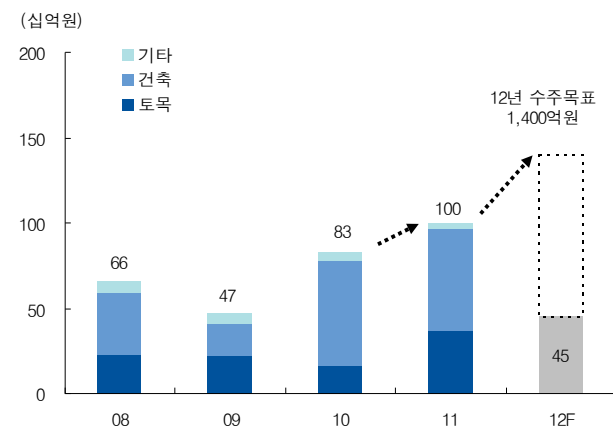
표 1. 남화토건 주요 수주 실적

(십억원)

공종	구분	발주처	공사명	계약일	원공 예정일	금액	계약잔액
토목	관급	대전지방조달청	동서간 연결도로 개설공사	2011-04-18	2014-12-30	10.3	10.1
		전라남도	섬진강살리기 전남1공구생태하천조성	2011-01-24	2012-06-30	8.9	3.6
		울산광역시	신항만부두 연결도로 개설공사	2009-04-30	2013-04-14	8.4	4.9
건축	관급	FED(미국동공병단)	오산전투기 주유시설공사	2010-04-16	2013-04-20	21.4	6.9
		FED	영평중장비세차장 신축공사	2010-03-03	2012-04-05	6.7	0.4
	민간	한국과학기술연구원	KIST전북분원(복합소재기술연구소)	2010-06-03	2012-08-06	18.2	6.7
		KB부동산신탁	"더트리폴리앙"주상복합아파트 신축	2011-08-11	2013-11-30	26.0	24.2
기타	관급	구례군	지리산 구례수목원 조성사업(2차)	2011-06-27	2012-06-26	0.8	0.7

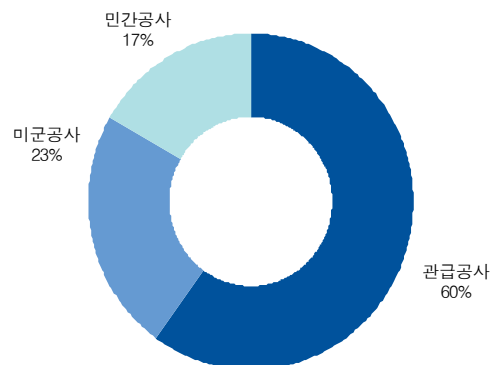
자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 남화토건 신규수주 추이 및 전망



주: 5월말 현재 신규수주 450억원 달성
 자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 남화토건 발주처별 매출 비중 (11년)



주: 미군공사는 크게 관급공사에 속함
 자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

평택미군기지이전 건축공사 발주 본격화 수혜

평택미군기지이전공사로 미군공사 매출 증가 예상

평택미군기지이전사업은 용산 및 동두천 소재 미2사단 병력을 이전 수용하기 위한 건설사업이다. 총 공사비 11~13조원 규모이며 일정은 13년 부지조성공사 완료, 15년 건물 건축공사 완료, 16년 부대 이전 완료 예정이다. 이에 따라 **미군공사 시장 규모는 과거 연간 5천억원 내외에서 향후 16년까지 1~2조원 규모로 성장**하고 16년 완공 이후에도 개보수 등 파생공사가 지속될 전망이다.

현재 평택미군기지이전 공사는 부지조성 등 토목 공사가 한창이며 올해 하반기에는 병원 착공과 의무여단 막사, 식당, 미드타운 의료시설 등 40여건의 설계 발주 등 건축 공사 일정이 본격화될 예정이다. 남화토건은 1979년 미군납수출업체 등록 후 30여년간 미군공사를 꾸준히 수주해왔다. FED(Far East District, 미국동공병단)가 발주하는 50억원 이상 중대형 공사는 시공 기준이 까다롭고 경험이 풍부한 업체를 선호하기 때문에 동사의 수혜 확대가 예상된다.

동사는 2010년 오산전투기주유시설 등 3건, 총 330억원 규모의 미군공사를 수주하여 2011년 미군공사 매출액이 전년대비 크게 증가한 200억원을 달성했다. 회사는 **올해부터 연간 400~500억원 정도의 꾸준한 수주를 예상하고 있어 향후 매출 성장이 기대된다.**

그림 3. 평택 미군기지 조성계획



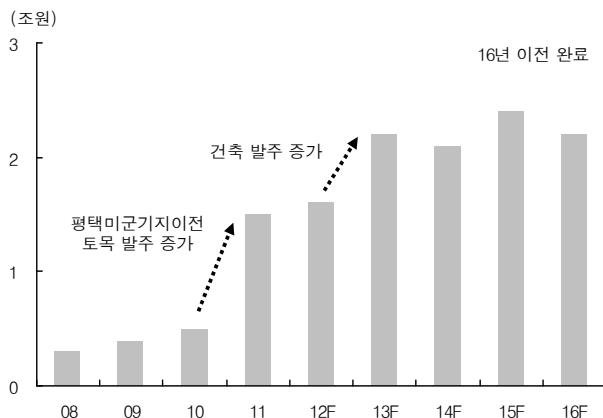
자료: 남화토건, 언론보도 재인용, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 남화토건 미군공사 수주 실적 (50억원 이상)

수주 연도	공사명	수주금액	비고
2010년	영평중장비세차장신축공사	64.16	FED
	오산전투기주유시설공사	21,262	FED
2006년	왜관정비고신축	98.01	FED
2005년	평택체육관신축공사	14,325	FED
2004년	군산격납고보수공사	7,851	FED
2002년	군산미군속소신축공사	11,026	FED
2001년	용산미군속소보수공사	14,919	FED
1999년	동두천정교속소신축공사	17,143	FED

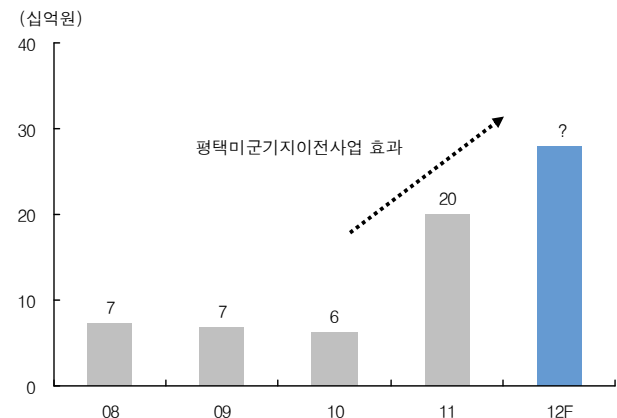
자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 주한 미군 공사 시장 규모 전망 : 16년까지 1~2조원 규모로 성장



자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 남화토건 미군공사 매출액 추이 및 전망



자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

우량 관계회사 지분 가치만 합해도 시가총액에 육박

남화산업은 부동산 가치에 주목

동사는 자산가치가 높은 관계회사 3사를 보유하고 있다. 자회사 남화산업은 안정적인 수익성 높은 54홀 퍼블릭 골프장(무안CC)을 운영하고 있다. 과거 5년간 150~200억원대의 꾸준한 매출액과 40% 내외의 높은 순이익률을 기록했다. 특히 남화산업 보유 부지는 장부가가 103억원인데 **공시지가가 718억원으로 건물 등을 포함한 부동산 가치만 약 1,100억원에 달한다.**

한국시멘트 상장시 동사의 간접 수혜

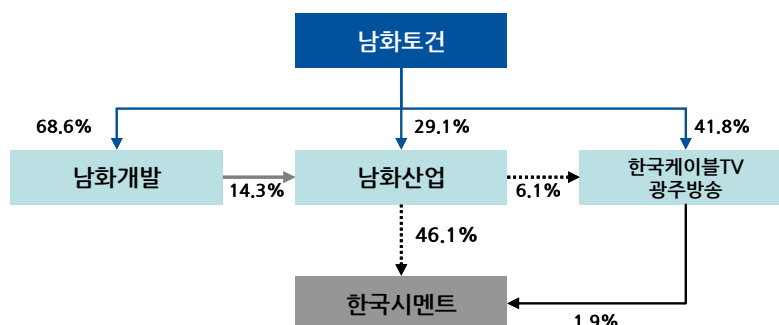
손자회사 한국시멘트는 고강도 슬래그 시멘트를 생산하여 경남 지역에 공급하고 있다. 11년에 매출액 821억원, 영업이익 44억원, 순이익 46억원을 기록했다. 02년 동사로 피인수된 후 한번도 적자를 낸 적이 없을 정도로 안정적인 실적이 유지돼왔고, 11년말 순현금 187억원으로 09년 이후 4년째 무차입경영이 이뤄지고 있다. **동사는 향후 한국시멘트 상장 추진 가능성을 열어 두고 있다.**

한국케이블TV광주방송은 올해 실적 턱어라운드 예상

한국케이블TV광주방송은 광주광역시 동구, 북구 케이블TV 독점사업자이며 약 15만 가구 가입자를 확보하고 있다. 11년 매출액 186억원으로 사상 최대 매출 실적을 달성했으나 디지털 방송 전환에 따른 기계장치 등 설비투자 증가로 감가상각비가 32억원으로 급증하여 02년 이후 최초로 소폭 적자를 시현했다. 하지만 **대부분의 설비투자는 11년에 완료했고, 기계장치 감가상각은 5년 정률법으로 올해부터는 감가상각 부담 완화로 흑자 전환이 예상된다.**

동사의 남화토건에 대한 실질 지분율(38.9%) 감안시 부동산 가치만 약 430억원에 달한다. 여기에 자회사 한국케이블TV광주방송의 장부가 약 60억원을 더하면 동사의 시가총액 수준에 육박한다. 손자회사인 한국시멘트는 안정적인 영업실적과 우량한 재무구조를 기반으로 향후 상장 추진 가능성이 높다. **상장시 지분 46.1%를 보유한 자회사 남화산업의 자산가치는 더욱 높아질 수 있다.**

그림 7. 남화토건 계열사 지분 구조



자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 남화토건, 남화산업 부동산 보유 현황

(십억원)

	남화산업(11년말)		남화토건(12년 1분기말)	
	장부가액	공시지가	장부가액	공시지가
토지	10.3	71.8	3.2	3.2
건물 등	37.4	37.4	18.4	20.6
합계	47.7	109.2	21.6	23.8

자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

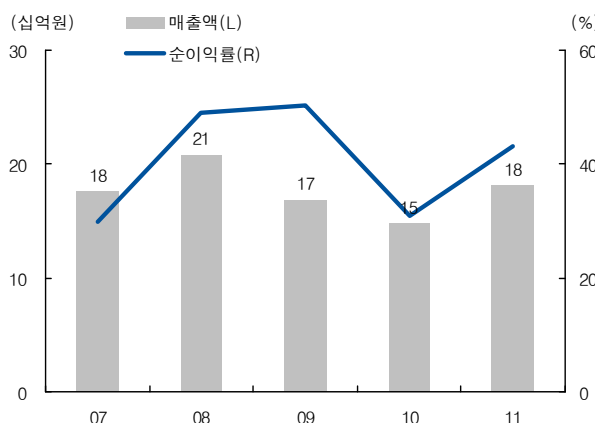
표 3. 남화토건 계열사 3사 2011년 실적 정리

(십억원, %)

계열사명	자본총계	부채총계	부채비율	매출액	영업이익	당기순이익	비고
남화산업	77.1	26.9	34.1	18.1	8.7	7.8	안정적이고 수익성 높은 퍼블릭골프장사업(무안CC)
한국시멘트	106.0	12.3	11.6	82.1	4.4	4.6	경남 지역 기반 슬래그(고강도) 시멘트 사업
한국케이블TV광주방송	16.3	2.4	14.1	18.6	-1.0	-0.3	디지털방송 전환에 따른 10~11년 설비투자로 감가상각비 부담 증가. 12년 감가상각비 감소로 소폭 흑자전환 예상

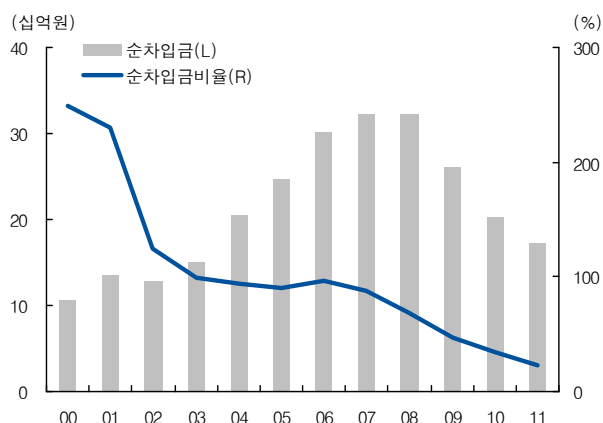
자료: 각사, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 남화산업 영업실적 추이 - 퍼블릭골프장사업(무안CC)



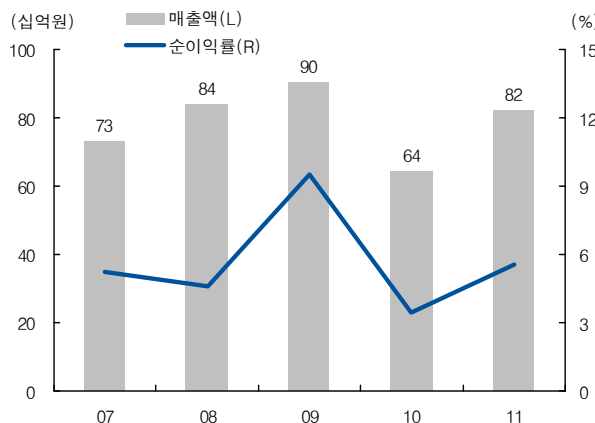
자료: 남화산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 남화산업 순차입금 추이



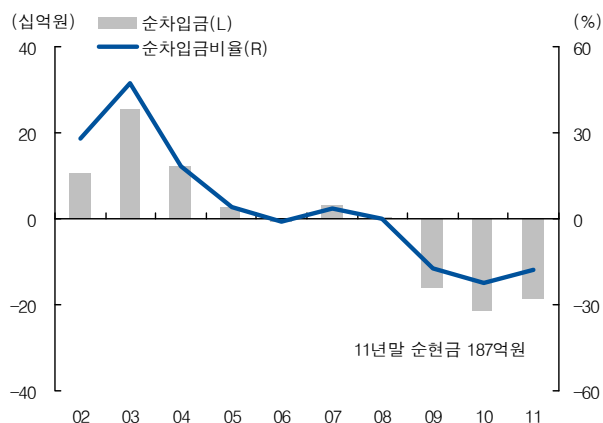
자료: 남화산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 한국시멘트 영업실적 추이 - 고강도 시멘트 사업



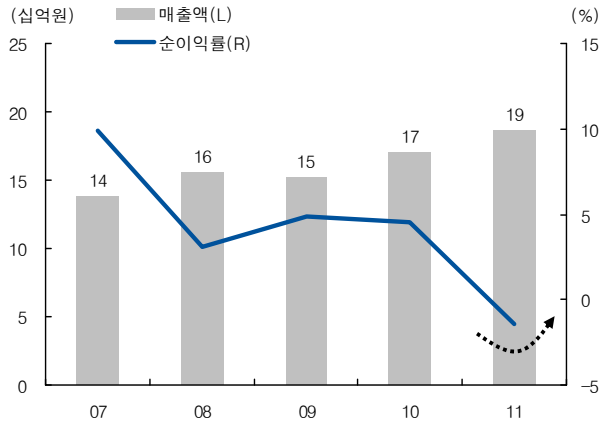
자료: 한국시멘트, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 한국시멘트 순차입금 추이 - 09년 이후 순현금 상태



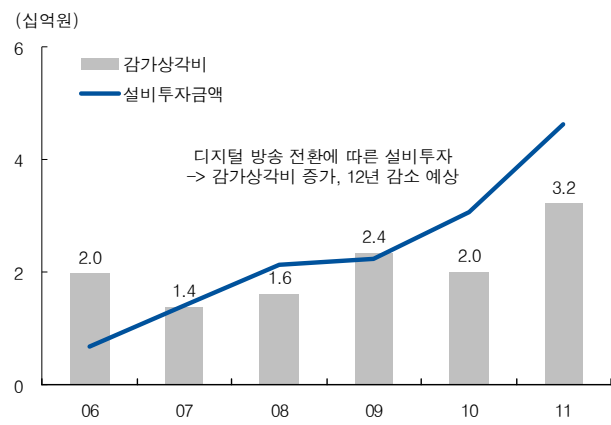
자료: 한국시멘트, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 한국케이블TV광주방송 영업실적 추이 - 수익성 개선 전망



자료: 한국케이블TV광주방송, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 한국케이블TV광주방송 감가상각비 추이 - 12년 완화 예상



자료: 한국케이블TV광주방송, KDB대우증권 리서치센터

영업실적 전망 : 올해 사상 최대 실적 예상

11년 사상 최대 실적 달성

11년 실적은 IFRS 개별 기준 매출액 852억원(YoY + 71%), 영업이익 59억원(YoY + 323%), 관계회사 지분법손익을 반영한 세전이익 104억원(+ 260%), 순이익 83억원(YoY + 221%), 영업이익률 6.9%의 사상 최대 실적을 달성했다. 실적 호조 이유는 1) 수주잔고 급증에 따른 수익성 위주 선별수주 강화, 2) 매출 증가에 따른 일부 레버리지 효과, 3) 꾸준한 지분법손익 유입 등으로 판단된다.

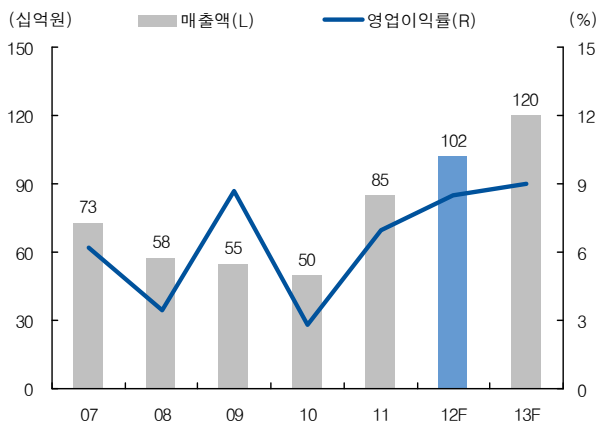
IFRS 회계 전환에 따른 투자자산감액손실 34억원(기타영업손실로 계상)의 일회성 비용 제외시 실질 영업이익률은 10.9%에 달했다. 신규수주는 목표 납악신도시 주상복합빌딩 260억원 등 수주 호조로 전년대비 21% 증가한 1천억원을 달성했다.

올해에도 수주 및 영업실적 호조 예상

올해에도 수주 및 영업실적 호조가 예상된다. IFRS 개별 기준 12년 매출액 1,020억원(YoY + 20%), 영업이익 87억원(YoY + 46%), 지분법손익을 반영한 세전이익 135억원(YoY + 30%), 순이익 105억원(YoY + 27%), 영업이익률 8.5%로 예상된다.

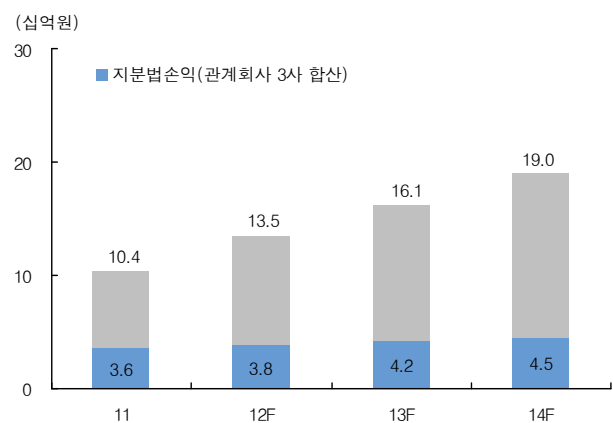
동사는 올해 현재까지 450억원을 수주하여 올해 목표치 1,400억원에 부합하며 하반기에는 평택미군 기지이전사업 관련 대형 미군공사 수주가 기대된다.

그림 14. 남화토건 영업실적 전망



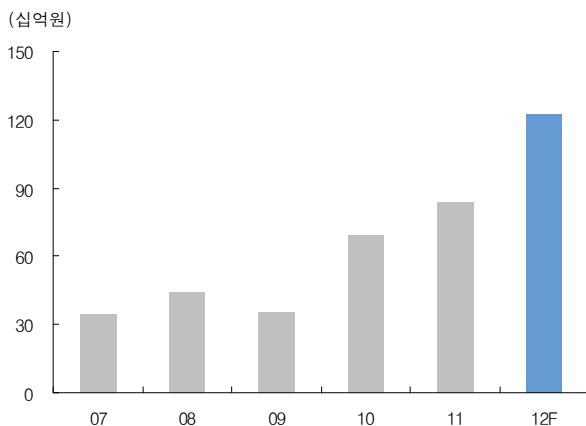
자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 남화토건 세전이익 전망



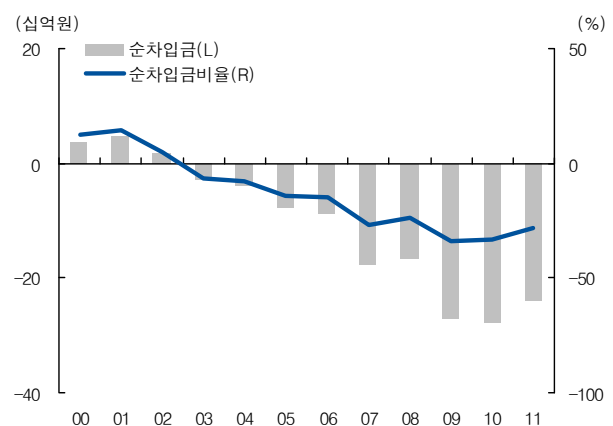
자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 남화토건 수주잔고 추이 및 전망



자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 남화토건 순차입금 추이 - 11년말 240억원 순현금



자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터

남화토건 (091590)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	85	102	120	140
매출원가	72	88	103	120
매출총이익	13	14	17	20
판매비와관리비	4	5	6	7
조정영업이익	9	9	11	13
영업이익	6	9	11	13
비영업손익	-2	5	5	6
순금융비용	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	1	1	1
세전계속사업손익	7	14	16	19
계속사업법인세비용	-2	-3	-4	-4
계속사업이익	5	11	13	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	5	11	13	15
지배주주	5	11	13	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	5	11	13	15
지배주주	5	11	13	15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	9	9	11	14
FCF	9	7	9	10
EBITDA마진율 (%)	10.8	8.7	9.2	9.7
영업이익률 (%)	7.0	8.5	9.0	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	10.3	10.5	10.6

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-1	4	5	6
당기순이익	7	11	13	15
비현금수익비용가감	4	-2	-2	-1
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	3	-4	-4	-5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-11	-3	-3	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-1	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	2	1	1
법인세납부	-1	-3	-4	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	4	1	1	1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	0	0	0
기타투자활동	-1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	1	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	-2	-2
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	3	2	4	6
기초현금	6	9	11	15
기말현금	9	11	15	21

자료: 남화토건, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	48	54	61	71
현금 및 현금성자산	9	11	15	21
매출채권 및 기타채권	18	22	25	30
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	4	4	4	4
비유동자산	56	60	64	68
관계기업투자등	20	20	20	20
유형자산	3	3	3	3
무형자산	0	0	0	0
자산총계	104	113	125	139
유동부채	15	16	17	18
매입채무 및 기타채무	5	6	7	8
단기금융부채	2	2	2	2
기타유동부채	8	8	8	8
비유동부채	4	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	4	4
부채총계	19	20	21	22
지배주주지분	86	94	105	118
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	81	89	99	113
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	86	94	105	118

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	0.0	5.2	4.4	3.7
P/CF (x)	0.0	5.1	4.3	3.7
P/B (x)	0.0	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	-2.6	3.4	2.4	1.5
EPS (원)	532	911	1,088	1,282
CFPS (원)	558	928	1,105	1,302
BPS (원)	9,791	7,981	8,903	10,017
DPS (원)	75	150	150	150
배당성향 (%)	14.1	16.7	14.0	11.9
배당수익률 (%)		3.1	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	70.8	19.8	17.7	16.7
EBITDA증가율 (%)	492.8	-3.7	24.2	22.8
영업이익증가율 (%)	322.9	47.1	24.4	22.9
EPS증가율 (%)	12.4	71.2	19.4	17.8
매출채권 회전율 (회)	6.1	5.1	5.1	5.1
재고자산 회전율 (회)	650.4	708.9	703.2	700.5
매입채무 회전율 (회)	17.3	18.3	18.2	18.1
ROA (%)	4.5	9.7	10.6	11.2
ROE (%)	5.5	11.8	12.7	13.4
ROIC (%)	53.7	50.7	52.7	54.8
부채비율 (%)	21.6	20.8	19.7	18.5
유동비율 (%)	319.1	334.6	358.7	388.7
순차입금/자기자본 (%)	-28.0	-27.8	-28.6	-30.1
영업이익/금융비용 (x)				