

2013. 9. 24
Company Note

금호석유 (011780.KS)

Buy (유지)

목표주가 130,000원 (상향)

현재가 ('13/09/23) 99,500원

업종	화학
KOSPI	2,009.41
KOSDAQ	527.07
시가총액(보통주)	3,031.5십억원
발행주식수(보통주)	30.5백만주
52주 최고가('13/01/02)	138,000원
최저가('13/06/24)	78,500원
배당수익률(2012)	1.53%
외국인지분율	10.4%

Price Trend



Analyst 김선우
02)768-7605, anthony.kim@wooriwm.com

합성고무 사이클 회복 국면

목표주가 130,000원으로 상향 조정

- 금호석유에 대한 목표주가 100,000원에서 130,000원으로 상향 조정
- 목표주가 130,000원은 ROE x PBR valuation에 의해 산출. 2014년 예상 ROE 18.0%에 target PBR 1.9배 적용(COE 10.3%, 기대 성장률 2.0%)
- Target PBR이 부담스러워 보이나, 1) 차입금 레버리지 효과, 2) 합성고무 사이클 회복 초기임을 감안하면 고평가 정당화 가능할 전망

타이어 수요 회복과 원재료인 butadiene의 공급 부족

- 원재료인 butadiene은 동아시아 및 유럽 NCC의 공급 감축으로 하반기 정상적인 공급이 어려울 전망
- 합성고무 업체들은 butadiene 가격 인상 전가가 가능할 전망. 이는 1) 유럽, 미국 등 교체용 타이어 수요가 회복하는 가운데, 2) 신규 증설된 합성고무 업체들의 높은 고정비 부담으로 당분간 설비 재가동이 어려울 것으로 예상되기 때문
- 향후 BR, SBR 등 합성고무 증설이 대부분 연기되거나 계획 수정되어 증설은 제한적

글로벌 1위 업체로서의 높은 이익 레버리지 효과

- 금호석유의 2013, 2014년 EPS를 각각 13.3%, 14.1% 상향 조정하여 7,377원, 12,441원 전망
- 금호석유는 1) 글로벌 1위 업체로서 높은 원가 경쟁력을 보유하고, 2) BR, S-SBR 등 주요 설비 완공에 따른 설비 증설효과 기대
- 2015년 안정적 이익을 창출하는 에너지 부문의 설비를 87.9% 증설하여 장기 이익 성장성 유효할 전망

금호석유 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2012	2013E	2014F	2015F
매출액	- 수정 후	5,883.7	5,874.3	6,266.9	6,913.8
	- 수정 전		5,792.0	6,311.0	6,691.2
	- 변동률		1.4	-0.7	3.3
영업이익	- 수정 후	223.8	317.7	428.1	494.3
	- 수정 전		290.1	375.2	441.7
	- 변동률		9.5	14.1	11.9
EBITDA		383.7	473.8	588.0	660.1
순이익		126.1	221.3	373.1	430.5
EPS	- 수정 후	4,049	7,377	12,441	14,356
	- 수정 전		6,512	10,903	12,815
	- 변동률		13.3	14.1	12.0
PER		32.2	13.5	8.0	6.9
PBR		2.8	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA		15.6	10.1	7.9	6.9
ROE		8.7	13.0	18.0	17.7

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
매출액	5,884	5,874	6,267	6,914
증감률 (%)	-8.9	-0.2	6.7	10.3
매출원가	5,481	5,364	5,641	6,216
매출총이익	403	510	626	698
Gross 마진 (%)	6.9	8.7	10.0	10.1
판매비와 일반관리비	179	192	198	203
영업이익 (GP-SG&A)	224	318	428	494
증감률 (%)	-73.3	42.0	34.7	15.5
OP 마진 (%)	3.8	5.4	6.8	7.1
EBITDA	384	474	588	660
영업외손익	-90	-83	27	31
금융수익(비용)	-65	-91	-67	-66
기타영업외손익	-93	-81	0	0
종속 및 관계기업관련손익	67	88	94	97
세전계속사업이익	134	235	455	525
법인세비용	8	13	82	94
계속사업이익	126	221	373	430
당기순이익	126	221	373	430
증감률 (%)	-76.8	75.5	68.6	15.4
Net 마진 (%)	2.1	3.8	6.0	6.2
지배주주지분 순이익	130	227	383	442
비지배주주지분 순이익	-3	-6	-10	-12
기타포괄이익	31	0	0	0
총포괄이익	157	221	373	430

VALUATION INDEX

	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
PER (X)	32.2	13.5	8.0	6.9
PER (High,X)	45.8	19.0	11.3	9.8
PER (Low,X)	23.6	10.4	6.2	5.4
PBR (X)	2.8	1.7	1.5	1.2
PBR (High,X)	4.0	2.4	2.0	1.7
PBR (Low,X)	2.1	1.3	1.1	1.0
PCR (X)	9.8	6.7	5.2	4.6
PSR (X)	0.7	0.5	0.5	0.4
PEG (X)	0.6	0.3	1.0	-1.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.1	0.4	1.1	-1.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.6	0.5	1.2	-2.7
EV/EBITDA (X)	15.6	10.1	7.9	6.9
EV/EBIT (X)	26.8	15.1	10.9	9.2
Enterprise Value	5,997	4,799	4,670	4,544
EPS CAGR (3년) (%)	52.5	42.4	7.8	-3.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	30.2	32.8	7.1	-5.8
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	19.8	24.8	6.7	-2.5
주당EBIT (W)	7,346	10,427	14,050	16,223
주당EBITDA (W)	12,595	15,551	19,299	21,665
EPS (W)	4,049	7,377	12,441	14,356
BPS (W)	46,211	58,300	68,618	80,524
CFPS (W)	13,325	14,870	19,299	21,665
SPS (W)	193,112	192,804	205,689	226,922
DPS (W)	2,000	799	1,347	1,554

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
영업활동 현금흐름	245	394	395	435
당기순이익	126	221	373	430
+ 유/무형자산상각비	160	156	160	166
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-67	-88	-94	-97
+ 외화환산손실(이익)	-2	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	2	0	0	0
Gross Cash Flow	406	453	588	660
- 운전자본의증가(감소)	-64	46	-44	-65
투자활동 현금흐름	-374	-265	-256	-285
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-369	-300	-300	-300
+ 투자자산의매각(취득)	-5	30	46	17
Free Cash Flow	-123	94	95	135
Net Cash Flow	-128	129	140	150
재무활동 현금흐름	-132	142	31	51
자기자본 증가	0	200	0	0
부채증감	-132	-58	31	51
현금의증가	-259	272	171	201
기말현금 및 현금성자산	246	518	689	890
기말 순부채(순현금)	1,824	1,551	1,433	1,318

RIM & EVA

	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-0.5	3.0	9.2	8.6
Residual Income	-8.1	52.3	170.7	192.5
12M RIM Target Price (W)	114,395			
EVA				
투자자본	2,361.5	2,480.4	2,655.8	2,860.3
세후영업이익	222.6	292.2	355.1	412.0
투자자본이익률 (%)	9.2	12.1	13.8	14.9
투자자본이익률 - WACC (%)	3.1	5.1	8.0	8.9
EVA	72.5	126.3	212.3	253.6
DCF				
EBIT	223.8	317.7	428.1	494.3
+ 유/무형자산상각비	160	156	160	166
- CAPEX	-368.8	-300.0	-300.0	-300.0
- 운전자본증가(감소)	76.1	12.2	-35.2	-70.4
Free Cash Flow for Firm	-73.8	143.7	246.2	341.5
WACC				
타인자본비용 (COD)	4.4	4.7	3.3	3.3
자기자본비용 (COE)	9.2	10.0	8.9	9.1
WACC(%)	6.2	7.0	5.8	6.1

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
현금및현금성자산	246	518	689	890
매출채권	586	585	624	688
유동자산	1,490	1,749	1,994	2,328
유형자산	2,130	2,279	2,424	2,561
투자자산	720	719	767	846
비유동자산	2,921	3,058	3,246	3,460
자산총계	4,411	4,807	5,240	5,788
단기성부채	882	881	934	1,023
매입채무	287	287	306	338
유동부채	1,438	1,436	1,527	1,677
장기성부채	1,211	1,211	1,211	1,211
정기충당부채	27	27	29	32
비유동부채	1,314	1,313	1,320	1,332
부채총계	2,752	2,750	2,847	3,008
자본금	167	193	193	193
자본잉여금	265	440	440	440
이익잉여금	1,113	1,318	1,664	2,062
비지배주주지분	111	105	94	83
자본총계	1,658	2,057	2,393	2,779

PROFITABILITY & STABILITY

	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	8.7	13.0	18.0	17.7
총자산이익률 (ROA) (%)	2.8	4.8	7.4	7.8
투자자본이익률 (ROIC) (%)	9.2	12.1	13.8	14.9
EBITDA/ 자기자본 (%)	23.1	23.0	24.6	23.7
EBITDA/ 총자산 (%)	8.7	9.9	11.2	11.4
배당수익률 (%)	1.5	0.8	1.4	1.6
배당성향 (%)	38.4	8.7	8.7	8.7
총현금배당금 (십억원)	56	22	38	44
보통주 주당현금배당금(W)	2,000	799	1,347	1,554
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	110.0	75.4	59.9	47.4
중부채/ 자기자본 (%)	166.0	133.7	119.0	108.2
순이자비용/ 매출액 (%)	1.7	1.8	1.4	1.3
EBIT/ 순이자비용 (X)	2.2	3.0	5.1	5.6
유동비율 (%)	103.6	121.8	130.6	138.8
당좌비율 (%)	64.1	83.1	92.3	100.5
총발행주식수 (mn)	33	33	33	33
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	130,500	99,500	99,500	99,500
시가총액 (십억원)	4,062	3,143	3,143	3,143