

금호석유 (011780)

Trading BUY (유지)

현재주가 (10월 18일) 112,000 원
 목표주가 125,000 원 (상향)
 상승여력 11.6%

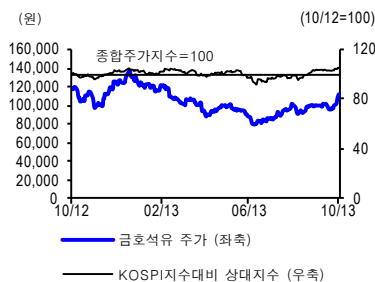
이응주

02) 3772-1559

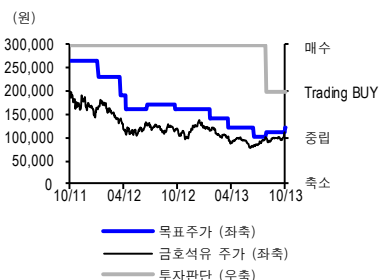
eungju.lee@shinhan.com

KOSPI	2,052.40p
KOSDAQ	525.69p
시가총액	3,412.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	30.5 백만주
유통주식수	13.2 백만주(43.4%)
52 주 최고가/최저가	138,000 원/78,500 원
일평균 거래량 (60 일)	232,752 주
일평균 거래액 (60 일)	22,742 백만원
외국인 지분율	10.10%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%
	한국산업은행 14.05%
절대수익률	3개월 32.5%
	6개월 23.2%
	12개월 -5.5%
KOSPI 대비	3개월 20.5%
상대수익률	6개월 15.4%
	12개월 -11.3%

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



아직은 덜컹덜컹 비포장도로!

투자의견 Trading BUY 유지, 목표주가 125,000원으로 상향

금호석유에 대한 목표주가를 기존 110,000원에서 125,000원으로 상향하지만, 투자의견 Trading BUY를 유지한다. 목표주가를 변경한 이유는 경기 회복 기대감을 반영해서 Valuation Target Multiple을 높였기 때문이다. 새로운 목표주가는 2014년 실질 BPS(자사주 제외) 기준 PBR 2.0배에 해당한다.

3Q13 최악의 업황을 보인 이후 합성고무(및 원료) 가격은 반등하고 있다. 그러나 타이어 수요의 회복 기미는 보이지 않는다. Cost Push(원료인 BD 가격 반등을 판가에 반영) 요인도 일시 주춤해질 가능성이 크다. 2013년말~2014년초 50만톤 규모의 BD가 증설된다. 결국 업황과 실적은 개선되겠지만 주가의 상승 속도가 너무 빠르다.

투자 포인트는 1) 합성고무 시장 회복시 이익 레버리지 효과가 크고, 2) 제3 열병합 발전소 건설에 따라 유틸리티 부문의 중장기 성장성이 기대된다.

2014년 타이어 수요 회복 및 증설 효과로 영업이익 전년 대비 95.4% 증가

2014년 금호석유의 영업이익은 3,515억원으로 전년 대비 95.4% 증가하겠다. 타이어 수요가 그간의 부진을 벗고 5% 내외 증가할 전망이다. EU 자동차 판매대수가 6년만에 (+)로 돌아서고, 경기 개선에 따라 전체 타이어 시장의 70% 이상을 차지하는 교체용 수요도 회복된다.

경기 회복 국면에서 생산능력 확대도 (+)요인으로 작용할 전망이다. 2012년에는 친환경 타이어(+6만톤)를, 2013년에는 BPA(IT 제품 내외장재인 PC의 원료, +15만톤)를 증설했으나 실적에 (+)요인으로 작용하지 못했다. 2014년부터는 이익 기여도가 커질 전망이다.

중장기적으로 유틸리티 부문의 성장성 주목

금호석유는 2개의 열병합 발전소 가동을 통해 연간 1,500억원 전후(OPM 45%)의 수익(매출액)을 거두고 있다. 2014년말~2015년말에 2단계에 걸쳐 제3 열병합 발전소가 가동된다. 2016년부터는 유틸리티(혹은 에너지) 부문의 매출액이 5,000억원(OPM 40%)을 상회하면서 중장기 실적 개선요인으로 작용하겠다.

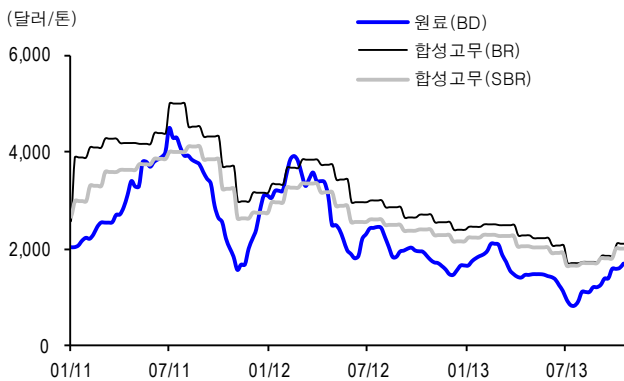
12월	매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	영업이익률	순이익률	ROE	PER	EV/EBITDA	PBR
결산	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(%)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)
2011	6,457.4	839.0	543.8	17,354	43,226	13.0	8.4	44.5	9.7	7.1	3.9
2012	5,883.7	223.8	126.1	3,684	46,211	3.8	2.1	8.7	35.4	15.6	2.8
2013F	5,232.5	179.9	68.9	1,975	46,701	3.4	1.3	4.6	56.7	15.2	2.4
2014F	6,135.4	351.5	227.9	6,372	51,215	5.7	3.7	13.5	17.6	10.4	2.2
2015F	7,451.7	518.5	363.8	10,091	59,449	7.0	4.9	18.7	11.1	8.0	1.9

금호석유 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	전체	1,417	1,383	1,192	1,240	1,375	1,464	1,648	1,649	5,884	5,233	6,135	7,452
	합성고무	680	654	511	583	659	701	822	848	3,038	2,428	3,029	3,679
	합성수지	331	360	340	318	337	352	371	345	1,289	1,350	1,406	1,654
	페놀 유도체	289	263	205	210	245	280	308	315	1,087	966	1,147	1,405
	기타	117	107	136	128	134	132	147	140	470	489	553	714
영업이익	전체	78	76	(2)	28	71	75	106	99	224	180	351	518
	합성고무/합성수지	42	53	3	17	42	49	72	70	129	116	233	342
	페놀 유도체	8	3	(10)	(8)	3	6	13	10	15	(7)	32	67
	기타	27	19	5	19	26	20	21	19	79	71	86	109
매출액 증가율	YoY	(12.7)	(12.7)	(16.7)	(0.4)	(3.0)	5.8	38.2	33.0	(8.9)	(11.1)	17.3	21.5
	QoQ	13.8	(2.4)	(13.8)	4.0	10.9	6.5	12.5	0.1				
영업이익 증가율	YoY	(36.1)	189.0	적전	(8.6)	(8.9)	(0.5)	흑전	255.4	(73.3)	(19.6)	95.4	47.5
	QoQ	154.6	(2.9)	적전	흑전	153.5	6.1	40.8	(6.1)				
영업이익률	전체	5.5	5.5	(0.1)	2.3	5.2	5.1	6.4	6.0	3.8	3.4	5.7	7.0
	합성고무/합성수지	4.2	5.2	0.4	1.9	4.2	4.7	6.1	5.8	3.0	3.1	5.3	6.4
	페놀 유도체	2.8	1.3	(5.0)	(4.0)	1.2	2.3	4.1	3.3	1.4	(0.7)	2.8	4.8
	기타	23.4	18.0	3.9	14.7	19.4	15.0	14.2	13.8	16.9	14.5	15.5	15.3

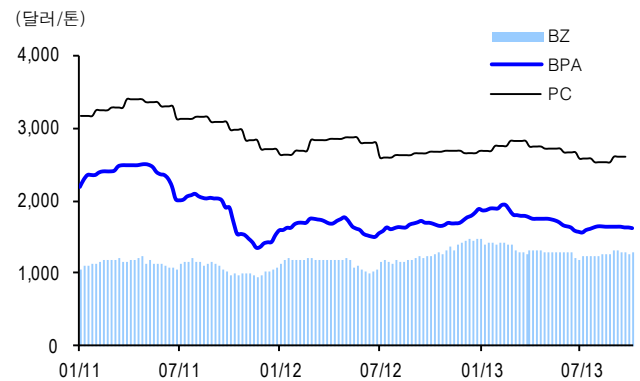
자료: 회사 자료, 신한금융투자,

고무 관련 제품 가격 추이



자료: Platts, KITA, 신한금융투자

페놀 유도체 관련 제품 가격 추이(BZ, BPA, PC)

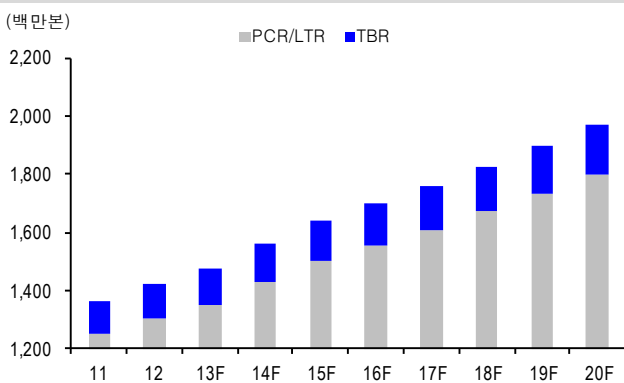


자료: Platts, 신한금융투자

주1) BPA는 금호석유의 연결 대상 자회사인 금호P&B의 주력 제품

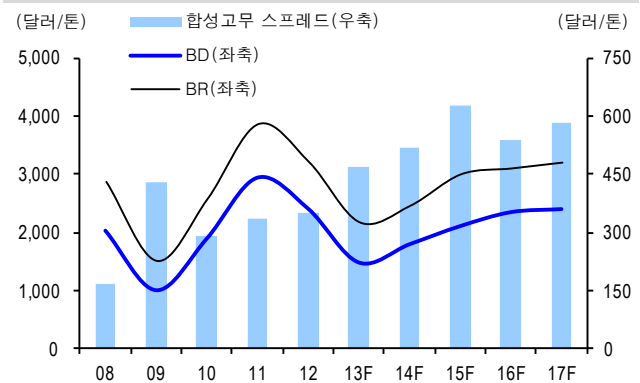
주2) BZ(BPA 원료)-BPA-PC(BPA의 주요 전방 제품, IT 제품용 외장재)

전세계 타이어 수요 전망(PCR/LTR vs. TBR)



자료: 신한금융투자

합성고무(BR)/원료(BD) 가격 및 스프레드 전망



자료: Platts, KITA, 신한금융투자

연도별 수익예상 변경

(십억원, 원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출액	5,380	6,290	7,507	5,233	6,135	7,452	(2.7)	(2.5)	(0.7)
영업이익	215	370	508	180	351	518	(16.2)	(5.1)	2.0
세전이익	113	325	470	84	301	480	(26.3)	(7.5)	2.1
순이익	85	234	339	72	221	346	(16.0)	(5.7)	2.1
EPS	2,352	6,759	9,880	1,975	6,372	10,091	(16.0)	(5.7)	2.1
BPS	47,078	51,980	60,003	46,701	51,215	59,449	(0.8)	(1.5)	(0.9)
실질 EPS	2,824	8,114	11,860	2,371	7,649	12,113	(16.0)	(5.7)	2.1
실질 BPS	56,515	62,400	72,031	56,062	61,482	71,366	(0.8)	(1.5)	(0.9)

자료: 신한금융투자, 주: 순이익/EPS/ROE 지배주주 기준, 실질 EPS/BPS는 자사주 제외시 수치

금호석유 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)	EBITDA(12MF)	적용배수	산출가치	비고
수익가치(A)	542	8.0	4,325	
화학 부문	447	6.5	2,908	신한금융투자 유니버스 제조업 평균 적용
유틸리티 부문	95	15.0	1,418	신한금융투자 유니버스 유틸리티 업종 대비 50% 할인(설비 증설)
자산가치(B)			534	금호석유 투자자산 적정가치(아래)를 20% 할인
순차입금(C)			1,647	2013년 3분기말 기준(대우건설/아시아나항공 지분 보유액 차감)
우선주 시가총액(D)			117	2013년 10월 18일 종가 기준
비지배주주 지분(E)			114	
목표시가총액(F=A+B-C-D-E)			2,982	
보통주 발행주식수(G)			24,875	자사주 제외
목표주가(H=F/G)			125,000	
현재주가			112,000	2013년 10월 18일 종가 기준
목표수익률			11.6	

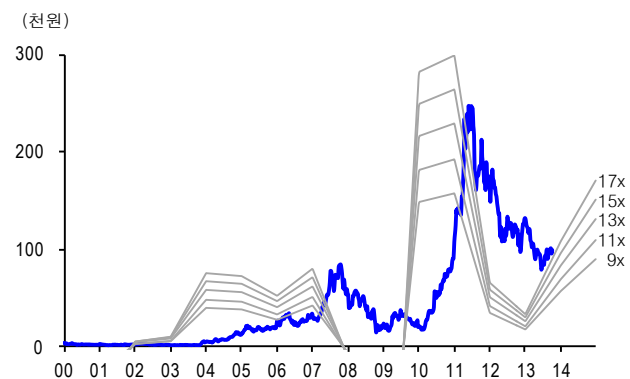
자료: 신한금융투자

금호석유 투자자산 가치 분석

업체명	주력 제품	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	금호석유 투자자산 가치(십억원)			비고
				장부가치	시가	적정가치	
금호미쓰이화학	MDI	50.0		80.6		103.6	P/B 1.3x 적용, 냉장고용 단열재(2013년 ROE 13%)
금호폴리켐	EPDM	50.0		157.7		470.6	P/B 3.0x 적용, 자동차용 특수고무(2013년 ROE 20%)
기타 사회사				93.6		93.6	장부가치 적용, 중국 화학제품 생산판매 법인
자사주		22.0	2,847.5	40.1	626.4	626.4	시가총액*지분율
합계				371.9		1,294.2	

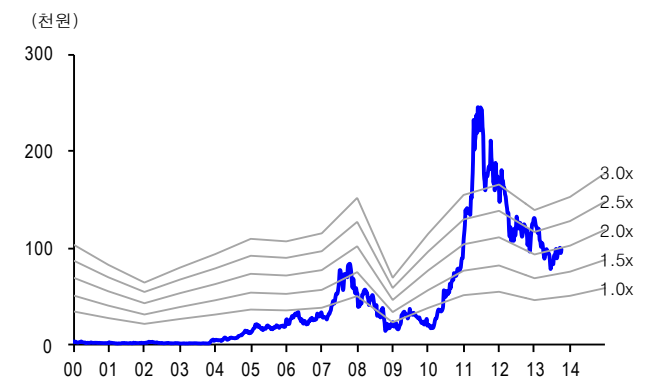
자료: 신한금융투자

금호석유 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

금호석유 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,593.4	5,034.5	5,506.9
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,448.2	1,663.6	1,914.0
현금및현금성자산	505.1	246.2	215.7	235.0	248.1
매출채권	887.1	585.7	615.6	721.8	828.0
재고자산	581.6	567.3	523.3	613.5	745.2
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,145.2	3,370.9	3,592.9
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,385.3	2,653.3	2,867.8
무형자산	35.2	28.4	23.4	19.6	16.7
투자자산	672.1	720.3	699.4	660.9	671.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,922.2	3,205.2	3,383.6
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,630.6	1,832.3	1,937.0
단기차입금	787.5	792.4	758.9	807.1	745.7
매입채무	428.1	287.3	436.0	511.3	621.0
유동성장기부채	1,122.8	77.8	128.8	191.2	232.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,291.6	1,372.9	1,446.7
사채	99.6	558.0	602.2	642.0	677.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	266.9	653.3	581.7	617.9	650.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,671.3	1,829.3	2,123.3
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
기타자본	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)
기타포괄이익누계액	8.3	41.9	41.9	41.9	41.9
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,129.6	1,280.8	1,556.6
지배주주지분	1,447.7	1,547.7	1,564.1	1,715.2	1,991.0
비지배주주지분	109.4	110.7	107.2	114.1	132.3
*총차입금	2,302.0	2,093.2	2,082.3	2,269.9	2,317.2
*순차입금(순현금)	1,763.7	1,825.7	1,843.1	2,012.5	2,047.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	668.4	245.5	411.1	238.5	376.4
당기순이익	543.8	126.1	68.9	227.9	363.8
유형자산상각비	146.0	153.0	174.8	185.6	194.3
무형자산상각비	8.5	7.0	6.0	4.8	3.8
외화환산손실(이익)	3.8	(1.9)	1.6	(1.9)	(2.1)
자산처분손실(이익)	2.3	2.0	1.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(72.8)	(67.0)	(35.4)	(62.3)	(76.0)
운전자본변동	(197.1)	(64.8)	194.2	(115.7)	(107.4)
(법인세납부)	(95.1)	(25.9)	(14.6)	(72.8)	(116.2)
기타	329.0	117.0	14.6	72.9	116.2
투자활동으로인한현금흐름	(244.9)	(373.8)	(373.8)	(350.8)	(340.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(291.1)	(368.8)	(430.5)	(453.6)	(408.7)
유형자산의감소	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.0)	(2.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
투자자산의감소(증가)	44.9	(3.8)	56.2	100.8	65.6
기타	5.0	1.2	1.5	3.0	3.2
FCF	287.4	78.5	87.8	(104.0)	69.1
재무활동으로인한현금흐름	(69.0)	(131.9)	(66.9)	131.6	(22.6)
차입금의증가(감소)	(51.3)	(75.9)	(10.9)	187.6	47.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(55.9)	(69.9)
기타	5.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(1.0)	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	354.3	(258.8)	(30.5)	19.4	13.0
기초현금	150.8	505.1	246.2	215.8	235.1
기말현금	505.1	246.2	215.8	235.1	248.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,232.5	6,135.4	7,451.7
증가율 (%)	30.3	(8.9)	(11.1)	17.3	21.5
매출원가	5,410.3	5,480.6	4,871.0	5,596.6	6,702.2
매출총이익	1,047.0	403.1	361.5	538.7	749.5
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	6.9	8.8	10.1
판매관리비	208.0	179.3	181.7	187.3	231.0
영업이익	839.0	223.8	179.9	351.5	518.5
증가율 (%)	49.7	(73.3)	(19.6)	95.4	47.5
영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.4	5.7	7.0
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(96.4)	(50.8)	(38.5)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(106.8)	(109.9)	(110.2)
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(25.0)	(3.1)	(4.3)
종속 및 관계기업관련손익	72.8	67.0	35.4	62.3	76.0
세전계속사업이익	758.4	133.7	83.5	300.7	480.0
법인세비용	214.6	7.6	14.6	72.8	116.2
계속사업이익	543.8	126.1	68.9	227.9	363.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	543.8	126.1	68.9	227.9	363.8
증가율 (%)	57.2	(76.8)	(45.4)	230.8	59.6
순이익률 (%)	8.4	2.1	1.3	3.7	4.9
(지배주주)당기순이익	505.6	129.6	72.3	221.1	345.7
(비지배주주)당기순이익	38.1	(3.5)	(3.4)	6.8	18.2
총포괄이익	470.5	157.2	68.9	227.9	363.8
(지배주주)총포괄이익	433.9	155.9	68.3	226.0	360.8
(비지배주주)총포괄이익	36.6	1.3	0.6	1.9	3.0
EBITDA	993.6	383.7	360.7	541.9	716.6
증가율 (%)	40.0	(61.4)	(6.0)	50.2	32.2
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	6.9	8.8	9.6

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	18,679	3,580	1,872	6,576	10,634
EPS (지배순이익, 원)	17,354	3,684	1,975	6,372	10,091
BPS (자본총계, 원)	46,492	49,516	49,903	54,622	63,399
BPS (지배지분, 원)	43,226	46,211	46,701	51,215	59,449
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
PER (당기순이익, 배)	9.0	36.4	59.8	17.0	10.5
PER (지배순이익, 배)	9.7	35.4	56.7	17.6	11.1
PBR (자본총계, 배)	3.6	2.6	2.2	2.1	1.8
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.8	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	15.2	10.4	8.0
EV/EBIT (배)	8.5	26.8	30.5	16.1	11.0
배당수익률 (%)	1.2	1.5	1.8	2.2	2.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	6.5	6.9	8.8	9.6
영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.4	5.7	7.0
순이익률 (%)	8.4	2.1	1.3	3.7	4.9
ROA (%)	12.3	2.8	1.5	4.7	6.9
ROE (지배순이익, %)	44.5	8.7	4.6	13.5	18.7
ROIC (%)	28.5	8.1	5.0	8.8	11.6
안정성					
부채비율 (%)	202.8	166.0	174.8	175.2	159.4
순차입금비율 (%)	113.3	110.1	110.3	110.0	96.4
현금비율 (%)	18.6	17.1	13.2	12.8	12.8
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	2.5	4.6	6.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	8.4	9.2	11.6	11.6
재고자산회수기간 (일)	29.2	35.6	38.0	33.8	33.3
매출채권회수기간 (일)	44.9	45.7	41.9	39.8	38.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정