

금호석유화학(011780.KS)

화학/에너지 박진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

석유화학업체 중 2014년 턴어라운드 폭 가장 클 전망

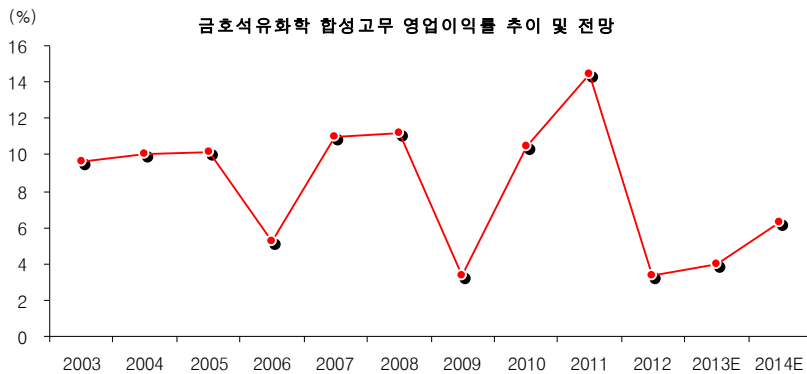
- 부진했던 지난 2년의 실적을 털고, 2014년 석유화학주 내 턴어라운드 폭 가장 클 전망
금호석유화학에 대해 2014년 최선호 종목으로 추천하며 투자 의견 BUY를 유지하고 목표 주가를 144,000원으로 상향한다. 동사의 과거 10년 평균 합성고무 영업이익률은 9.5%를 기록했고, 합성고무 산업의 평균 영업이익률은 7~8% 수준으로 추정되는 것과 달리 2012년 이익률은 3.3%를 기록했고, 2013년은 3.5%로 매우 부진한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 그 이유는 당사와 시장 전망기관의 기존 예상과 달리 타이어 수요 증가는 제한적으로 이뤄졌고, 원료인 부타디엔은 가격 급등락을 기록하며 동사 수익성 부진 요인으로 작용했기 때문이다.

2014년은 전방 수요 회복과 제품 가격 정상화가 예상됨에 따라 합성고무 이익률 6.2%로 예상되어 2013년 매우 부진했던 실적 대비 석유화학업체 중 내 실적 턴어라운드 폭 가장 두드러질 것으로 예상된다. 경기 회복에 따른 합성고무 수요 증가 수요가 예상되는 금호석유화학을 업종 최선호 주로 제시한다.

- 중국 타이어 교체 사이클 진입에 따라 합성고무 수요 증가할 전망

2014년 한국타이어를 비롯한 타이어 업체들 생산능력 증설에 따라 합성고무 수요 증가가 이뤄질 것으로 예상되고, 과거 정상 수준으로의 영업 실적 회복에 따라 석유화학업체 내 실적 턴어라운드 폭은 가장 클 것으로 예상된다.

합성고무 영업이익률 회복에 따라 2014년 실적 턴어라운드 예상



자료: 유진투자증권

BUY(유지)

현재주가(11/11) 103,500원
목표주가(12M, 상향) 144,000원

Key Data	(기준일: 2013. 11. 11)
KOSPI(pt)	1,977.3
KOSDAQ(pt)	502.9
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,153.4
52주 최고/최저(원)	140,000 / 77,000
52주 일간 Beta	1.65
발행주식수(천주)	30,468
평균거래량(3M, 천주)	231
평균거래대금(3M, 백만원)	23,273
배당수익률(13F, %)	1.9
외국인 지분율(%)	10.0
주요주주 지분율(%)	
박철원외 5인	24.2
한국산업은행	14.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	9.2	3.7	-9.6
KOSPI 대비상대수익률	6.5	4.0	2.0	-13.4

Financial Data

결산기(12월)	2012	2013F	2014F
매출액(십억원)	5,883.7	5,265.7	5,967.2
영업이익(십억원)	223.8	180.8	343.4
세전계속사업손익(십억원)	133.7	98.8	392.8
당기순이익(십억원)	126.1	84.6	306.4
EPS(원)	4,252	2,652	7,899
증감률(%)	-78.3	-37.6	197.8
PER(배)	30.7	39.0	13.1
ROE(%)	8.4	5.4	18.1
PBR(배)	2.9	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	15.6	14.3	9.7

자료: 유진투자증권



금호석유화학에 대해 2014년 최선호 종목으로 추천하며 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 144,000원으로 상향한다. 석유화학주는 이익 회복 국면에서의 적절 밸류에이션 산정이 어려우나, 과거 동사의 2006년에서 2007년 이익 회복 국면에서 동사가 받았던 PBR 2.7배를 2014년 BPS에 적용하여 산정하였다.

도표 57 금호석유화학 목표주가 산정

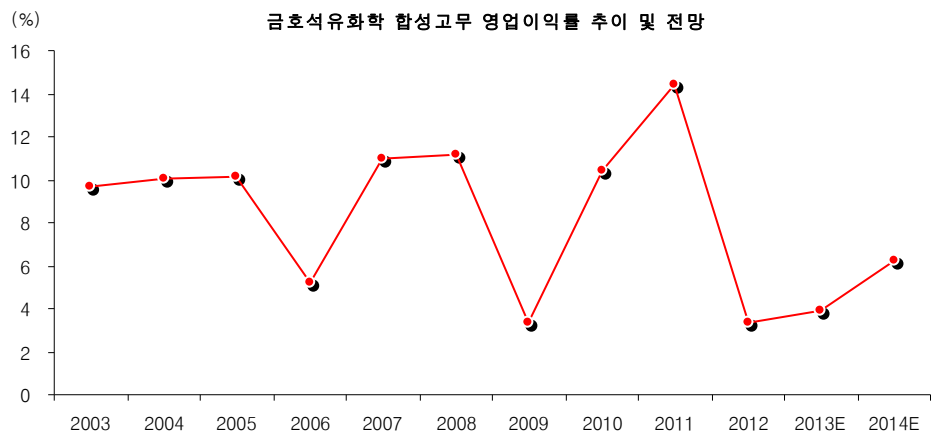
BPS (원)	53,386	2014년 BPS 예상치
PBR 배수	2.7	2006년에서 2007년 합성고무 이익 회복 국면에서의 PBR 적용 (2007년 ROE 16.5%, 2014년 ROE 18.1% 예상)
주당가치 (원)	144,000	

자료: 유진투자증권

동사의 과거 10년 평균 합성고무 영업이익률은 9.5%를 기록했고, 합성고무 산업의 평균 영업이익률은 7~8% 수준으로 추정되는 것과 달리 2012년 이익률은 3.3%를 기록했고, 2013년은 3.5%로 매우 부진한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 그 이유는 당사와 시장 전망기관의 기존 예상과 달리 타이어 수요 증가는 제한적으로 이뤄졌고, 원료인 부타디엔은 가격 급등락을 기록하며 동사 수익성 부진 요인으로 작용했기 때문이다.

2014년은 전방 수요 회복과 제품 가격 정상화가 예상됨에 따라 합성고무 이익률 6.2%로 예상되어 2013년 매우 부진했던 실적 대비 석유화학업종 내 실적 턴어라운드가 가장 두드러질 것으로 예상된다. 경기 회복에 따른 합성고무 수요 증가 수요가 예상되는 금호석유화학을 업종 최선호 주로 제시한다.

도표 58 합성고무 영업이익률 회복에 따라 실적 정상화 전망



자료: 금호석유화학, 유진투자증권



도표 59 해당 체인 내에서 가장 어려운 시기를 보냈던 합성고무, 2014년 이익 회복 예상

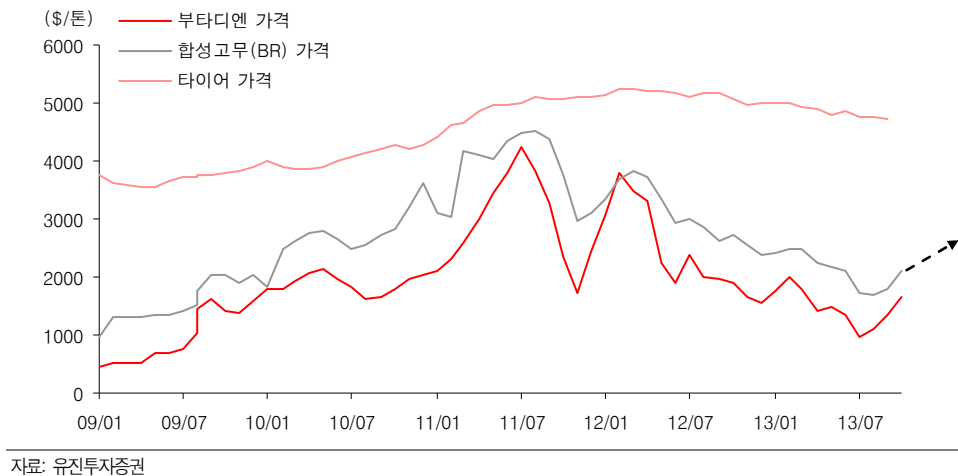


도표 60 금호석유화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
합성고무											
매출액	680.0	654.0	510.7	601.7	726.2	757.6	782.3	810.5	3,037.7	2,446.4	3,076.6
영업이익	30.6	45.8	0.0	19.6	28.1	46.0	57.3	57.0	101.1	96.0	188.5
영업이익률	4.5	7.0	0.0	3.3	3.9	6.1	7.3	7.0	3.3	3.9	6.1
합성수지											
매출액	330.0	359.7	340.4	340.2	348.7	348.7	348.7	348.7	1,288.9	1,370.3	1,394.9
영업이익	9.6	6.8	3.4	3.4	10.5	7.0	10.5	3.5	26.1	23.2	31.4
영업이익률	2.9	1.9	1.0	1.0	3.0	2.0	3.0	1.0	2.0	1.7	2.3
에너지											
매출액	43.0	29.1	43.9	41.9	42.9	37.1	78.1	79.4	167.0	157.9	237.5
영업이익	21.2	11.9	20.6	19.7	20.5	15.6	32.2	33.3	76.6	73.4	101.6
영업이익률	49.2	41.0	47.0	47.0	47.7	42.0	41.2	42.0	45.9	46.5	42.8
페놀유도체											
매출액	280.0	253.9	204.9	205.1	213.3	224.0	235.2	246.9	1,050.6	943.9	919.4
영업이익	8.4	5.1	-25.5	-15.3	0.2	5.0	5.3	5.5	20.1	-27.4	16.0
영업이익률	3.0	2.0	-12.5	-7.5	0.1	2.2	2.2	2.2	1.9	-2.9	1.7
기타											
매출액	84.0	86.8	92.2	84.3	84.4	85.0	84.8	84.6	339.3	347.3	338.9
영업이익	8.1	6.0	0.0	1.5	1.7	1.7	1.7	0.8	7.5	15.6	5.9
영업이익률	9.7	6.9	0.0	1.8	2.0	2.0	2.0	1.0	2.2	4.5	1.8
합계											
매출액	1,417.0	1,383.5	1,192.1	1,273.2	1,415.5	1,452.5	1,529.0	1,570.2	5,883.5	5,265.8	5,967.2
영업이익	77.9	75.6	-1.5	28.9	60.9	75.3	106.9	100.2	231.4	180.9	343.4
영업이익률	5.5	5.5	-0.1	2.3	4.3	5.2	7.0	6.4	3.9	3.4	5.8

자료: 유진투자증권

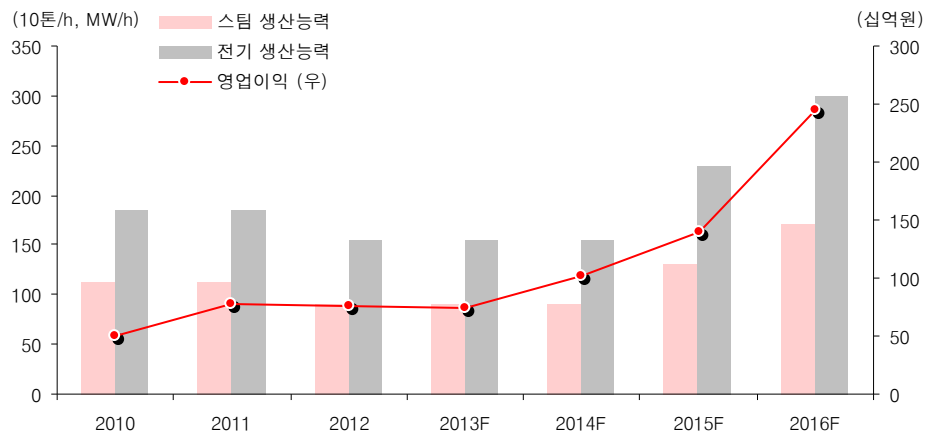


도표 61 금호석유 열병합발전소 증설 현황

날짜	증설 현황
2005. 3. 17	열병합발전소 증설 결정. 예상 투자금액은 총 1,350억원
2009. 5. 21	여수 제2에너지 열병합발전소 완공
2011. 10. 26	열병합발전소 제2에너지 공장 증설 설립 계획안 발표
2012. 4. 23	2015년 말까지 여수 제2에너지 열병합발전소에 4,300억원 투자 결정 이번 투자로 스팀 생산량은 시간당 910톤에서 1710톤, 전기는 시간당 155MW에서 300MW로 증가

자료: 유진투자증권

도표 62 금호석유화학 열병합 발전 관련 생산능력과 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 63 금호석유 에너지 관련 생산능력과 실적 추이 및 전망

(톤/h, MW/h, 십억원)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
스팀 생산능력	1,130	1,130	910	910	910	1,310	1,710
전기 생산능력	186	186	155	155	155	230	300
매출액	141.1	185.9	167.0	157.9	237.5	308.5	546.0
영업이익 (우)	50.0	78.2	76.6	73.4	101.6	139.3	244.8

주: 신규설비는 2단계로 진행되어 2015년, 2016년에 생산능력에 이를 감안하여 반영하였음

주2: 2012년 생산능력 감소는 기존 유훈설비인 병커씨유 설비를 스크랩함에 따라 생산능력은 감소하였음. 기존에도 가동하고 있지 않아 실적에 영향은 없음

자료: 유진투자증권



금호석유(011780.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,517.3	4,895.5	5,254.4
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,499.9	1,707.1	1,967.0
현금성자산	538.2	267.6	254.3	175.2	341.7
매출채권	919.9	636.1	703.9	868.1	921.6
재고자산	581.6	567.3	522.4	644.3	684.0
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,017.3	3,188.4	3,287.4
투자자산	698.5	762.7	737.7	767.6	798.8
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,252.5	2,399.1	2,471.1
기타	35.2	28.4	27.2	21.7	17.4
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,833.1	2,972.1	3,021.2
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,397.8	1,532.1	1,576.5
매입채무	661.3	469.5	572.2	705.7	749.1
유동상이자부채	1,935.5	881.9	737.6	737.6	737.6
기타	116.4	87.1	88.0	88.9	89.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,435.3	1,439.9	1,444.8
비유동이자부채	366.5	1,211.3	1,318.3	1,318.3	1,318.3
기타	77.4	102.6	117.0	121.6	126.5
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,684.2	1,923.4	2,233.1
지배지분	1,447.7	1,547.7	1,570.4	1,809.6	2,119.3
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,143.7	1,383.0	1,692.6
기타	(31.9)	1.7	(6.1)	(6.1)	(6.1)
비지배지분	109.4	110.7	113.8	113.8	113.8
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,684.2	1,923.4	2,233.1
총차입금	2,302.0	2,093.2	2,055.9	2,055.9	2,055.9
순차입금	1,763.7	1,825.7	1,801.6	1,880.7	1,714.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	668.4	245.5	367.1	266.5	440.5
당기순이익	543.8	126.1	84.6	306.4	376.8
자산상각비	154.5	159.9	174.3	189.6	196.6
기타비현금성손익	(53.0)	8.3	65.0	(77.6)	(84.0)
운전자본증감	(197.1)	(64.3)	82.6	(151.9)	(49.0)
매출채권감소(증가)	(110.3)	179.0	(51.4)	(164.2)	(53.4)
재고자산감소(증가)	(130.3)	12.5	45.6	(121.9)	(39.7)
매입채무증가(감소)	108.1	(212.8)	83.6	133.5	43.4
기타	(64.6)	(43.0)	4.8	0.7	0.7
투자현금	(244.9)	(373.8)	(271.9)	(279.2)	(207.6)
단기투자자산감소	5.1	0.2	2.7	(0.7)	(0.8)
장기투자증권감소	51.9	3.3	9.9	55.0	60.5
설비투자	(291.1)	(368.8)	(290.4)	(330.0)	(263.7)
유형자산처분	0.3	0.4	4.3	0.0	0.0
무형자산처분	(4.0)	(2.8)	(0.9)	(0.7)	(0.7)
재무현금	(69.0)	(131.9)	(105.7)	(67.1)	(67.1)
차입금증가	(51.3)	(75.9)	(51.3)	0.0	0.0
자본증가	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(67.1)	(67.1)
배당금지급	23.0	55.9	55.9	67.1	67.1
현금 증감	354.3	(258.8)	(10.2)	(79.8)	165.8
기초현금	150.8	505.1	246.2	236.0	156.2
기말현금	505.1	246.2	236.0	156.2	321.9
Gross Cash flow	1,057.3	406.0	324.0	418.4	489.4
Gross Investment	447.1	438.3	192.0	430.4	255.8
Free Cash Flow	610.2	(32.3)	132.0	(12.0)	233.7

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,265.7	5,967.2	6,592.6
증가율(%)	30.3	(8.9)	(10.5)	13.3	10.5
매출원가	5,410.3	5,480.6	4,901.5	5,424.4	5,946.3
매출총이익	1,047.0	403.1	364.2	542.8	646.4
판매 및 일반관리비	208.0	179.3	183.3	199.4	219.4
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	839.0	223.8	180.8	343.4	426.9
증가율(%)	46.9	(73.3)	(19.2)	89.9	24.3
EBITDA	993.6	383.7	355.2	533.0	623.5
증가율(%)	37.9	(61.4)	(7.4)	50.1	17.0
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(82.0)	49.4	56.1
이자수익	14.1	13.7	6.2	9.2	10.3
이자비용	140.2	101.5	68.9	65.8	65.8
지분법손익	72.8	67.0	47.6	82.2	88.8
기타영업손익	(27.4)	(69.3)	(66.9)	23.8	22.8
세전순이익	758.4	133.7	98.8	392.8	483.1
증가율(%)	56.9	(82.4)	(26.1)	297.4	23.0
법인세비용	214.6	7.6	14.3	86.4	106.3
당기순이익	543.8	126.1	84.6	306.4	376.8
증가율(%)	57.2	(76.8)	(32.9)	262.3	23.0
지배주주지분	505.6	129.6	80.8	240.7	296.0
증가율(%)	60.0	(74.4)	(37.6)	197.8	23.0
비지배지분	38.1	(3.5)	3.8	65.7	80.8
EPS	19,631	4,252	2,652	7,899	9,715
증가율(%)	57.9	(78.3)	(37.6)	197.8	23.0
수정 EPS	19,631	4,252	2,449	7,696	9,512
증가율(%)	57.9	(78.3)	(42.4)	214.3	23.6

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	19,631	4,252	2,449	7,696	9,512
BPS	42,176	45,364	46,079	53,386	62,759
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	8.5	30.7	39.0	13.1	10.7
PBR	4.0	2.9	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.1	15.6	14.6	9.9	8.2
배당수익률	1.2	1.5	1.9	1.9	1.9
PCR	4.6	10.8	10.7	8.3	7.1
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	3.4	5.8	6.5
EBITDA이익률	15.4	6.5	6.7	8.9	9.5
순이익률	8.4	2.1	1.6	5.1	5.7
ROE	47.8	8.4	5.4	18.1	19.2
ROIC	23.3	7.8	5.5	9.0	10.5
인정성(%)					
순차입금/자기자본	113.3	110.1	107.0	97.8	76.8
유동비율	75.9	103.6	107.3	111.4	124.8
이자보상배율	6.7	2.5	2.9	6.1	7.7
활동성(회)					
총자산회전율	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3
매출채권회전율	7.8	7.6	7.9	7.6	7.4
재고자산회전율	12.5	10.2	9.7	10.2	9.9
매입채무회전율	10.9	10.4	10.1	9.3	9.1