



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황지원은입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

동양증권

금호석유 (011780)

2014년 합성고무 회복과 발전소 증설 효과

투자의견: BUY (Maintain)

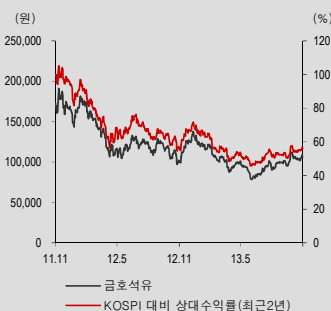
목표주가: 160,000원

화학

주가	106,000원
자본금	1,675억원
시가총액	33,449억원
주당순자산	48,497원
부채비율	162.29%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	227억원
60일 평균 거래량	221,082주
52주 고	138,000원
52주 저	78,500원
외인지분율	9.78%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.9)	17.3	5.0
상대	(2.6)	8.1	(0.6)
절대(달러환산)	(5.1)	23.9	7.2



자료: Datastream



Why This Report

2014 ~ 2015년까지 꾸준한 글로벌 수요회복이 기대되는 여건 속에서, 2014년 중대형 화학/정유업종에 투자하는 것 대는 어떤 것이 될 수 있을까요? 그 답은 심플합니다. 먼저, 글로벌 증설이 마무리 되면서, 2014년 수요회복을 향유할 수 있는 화학제품을 가지고 있어야겠지요. 합성고무가 여기에 속합니다. 그리고, 대규모 설비가 새롭게 기동된다면 금상첨화(錦上添花)일 것입니다. 아마도, 금호석유주의 열병합발전소를 두고하는 말일 것입니다. 2013년 실망스러웠던 금호석유주는 2014년에 재평가로 보답할 것입니다. 주가 16만원을 기대해 봅시다.

Investment Point

투자포인트1. 주력사업인 합성고무 업황 개선

▶ 합성고무 부문 영업이익률은 2013년 3% 수준에서 2014년 7 ~ 8% 수준으로 회복할 것으로 기대. 글로벌 타이어 교체 사이클 도래 속에 글로벌 타이어업체의 신규설비 증설 집중되기 때문. 특히, 합성고무 글로벌 증설은 2013년 상반기에 대부분 일단락 되었기 때문에 '수요회복 = 합성고무 시장 회복'으로 직결될 전망

투자포인트2. 열병합발전소 증설 모멘텀

▶ 2014년 2분기와 2015년 4분기에 각각 제 2 열병합발전소(유연탄과 페타이어를 활용해, 전기 및 스팀을 생산 판매하는 설비) 증설이 예정되어 있음. 이 설비가 완공되면, 영업이익이 1,800억원 정도 추가로 발생하게 됨

투자포인트3. 영업실적 전년대비 90% 이상 개선

▶ 2014년 예상 실적은 '매출액 6조 4,143억원, 영업이익 3,843억원, 지배주주 순이익 2,723억원' 등. 영업이익 규모는 전년 대비 93% 개선되는 수치

▶ 열병합발전소 증설 완료 이후, 본격적으로 실적에 반영되는 2016년에는 '매출액 7.4조원, 영업이익 5,879억원, 지배주주 순이익 4,182억원' 등으로 성장 가능

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

- 2014년을 기점으로, '발전소와 합성고무'로 구성된 복합기업으로 기업 컨셉 변화
- 합성고무 등 기존 석화사업 적정가 12만원 + 발전소사업가치 4만원 = 16만원

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	52,681	64,143	72,511
매출액증가율	12.9	-8.9	-10.5	21.8	13.0
영업이익	8,390	2,238	1,989	3,843	5,180
영업이익률	13.0	3.8	3.8	6.0	7.1
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	988	2,723	3,717
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	3,039	8,734	11,997
증가율	5.4	-79.1	-24.9	187.4	37.4
PER	9.4	31.9	34.9	12.1	8.8
PBR	4.1	2.7	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.7	15.5	14.3	9.8	7.7
ROA	11.1	2.8	2.2	5.8	7.3
ROE	44.0	8.7	6.3	16.1	19.0

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

I. 결 론 : 2014년 Up Cycle, 목표가격 16만원 도전 기대

2014년 목표주가 16만원
도전 기대

2014년 상반기, 화학업체 대형주 가운데 주가 회복이 가장 기대되는 기업이 금호석유(011780)이다. 주력 사업 상승 Cycle 진입, 새로운 성장축 가시화, 보유 유가증권 처분을 통한 재무구조 개선 등이 동시에 발생할 것으로 기대되기 때문이다. 주가는 PBR 2.6배 수준인 16만원에 도전할 것으로 기대된다. 상대적으로 높은 Valuation 을 적용하는 것은 발전사업의 증설 효과가 미리 주가에 반영될 것으로 예상되기 때문이다. 바야흐로, ‘글로벌 합성고무 1위 능력을 갖춘 발전소 기업’ 으로 바뀌는 기업 컨셉이 주가에 투영될 시기이다.

1) 2014년 상반기, 합성고무 상승
Cycle 진입

첫째, 2014년 합성고무 회복 국면이 본격화될 전망이다. 글로벌 타이어 교체 주기 도래 속에 글로벌 타이어업체의 신규증설이 2014년 상반기에 집중되기 때문이다. 반면, 글로벌 합성고무 증설은 2013년에 이미 일단락되었기 때문에 수요회복은 곧 합성고무 업황 개선으로 이어질 수 있다.

2) 2014년 하반기, 열병합발전소
증설 효과 주기에 선 반영

둘째, 2014년 2분기 말 부터는 열병합발전소 증설효과가 시작된다. 유연탄과 페타이어를 활용해, 전기 및 스팀을 생산하는 제 2 열병합발전소에 대한 1차 증설이 완료되기 때문이다. 2차 증설은 2015년 4분기에 이루어지게 된다. 실적 달성 가시성이 높다는 점을 감안하면, 2차 증설 효과도 2014년 주가에 미리 반영될 것으로 보인다.

3) 2014년 대우건설(주) 보유지분
1,462만주 매각 예상

셋째, 2014년 보유유가증권 매각을 기대할 수 있다. 매도가능유가증권으로 분류되어 있는 아시아나항공(주) 2,459만주(총발행주식의 12.6%)와 대우건설(주) 1,462만주(총발행주식의 3.5%) 가운데, 대우건설(주) 매각 가능성이 높게 점쳐진다. 매도시 1,200 ~ 1,300억원 규모의 현금이 창출된다. 열병합발전소 투자 또는 차입금 상환에 사용될 수 있다.

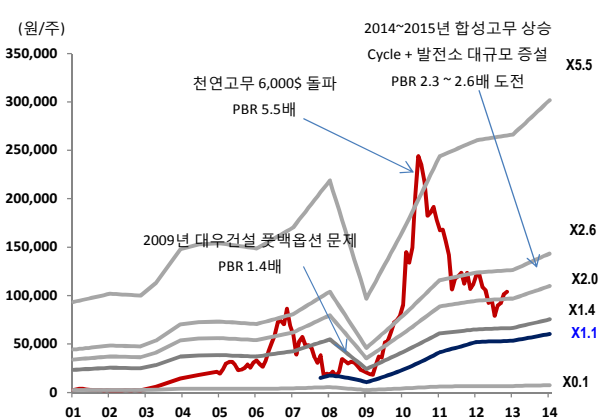
[표26]에 나타나듯이, 적정주가 16만원은 Sum-of-Part 로 계산해 볼 수 있다. 대규모 신규 증설이 존재하기 때문에 미래가치를 주가에 반영하기에 편리한 Valuation 방식을 적용했다. 적정 순자산 가치 4.0조원(주당 16만원) 계산식은 ‘영업자산의 공정가치 4.8조원 + 계열사 및 보유유가증권 가치 1조원 - 순차입금 1.9조원’ 등이다. 여기서, 영업자산 가치는 2014 ~ 2015년 열병합발전소 증설 이후에 창출 가능한 EBITDA 7,658억원에 적정 EV/EBITDA 6.3배를 곱한 결과이다.

표 26. Sum-of-Part 를 이용한 금호석유(주) 적정주가 산출

구 분	기준일 (2013.10.16일)	주요 내역
(+) 영업자산가치	4조 8,342억원	고무/수지= EBITDA 3,396억원×EV/EBITDA 6.0배 유틸리티/약품= EBITDA 3,289억원×EV/EBITDA 7.0배 금호P&B= EBITDA973억원×EV/EBITDA 6.5배×지분율78%
(+) 투자자산가치	1조 483억원	금호미쓰이(주) 2,603억원, 금호폴리켄(주) 3,063억원 아시아나항공(주) 1,776억원, 대우건설(주) 1,316억원 CJ대한통운(주) 297억원 등
(-) 순차입금	1조 9,133억원	
총차입금	2조 1,595억원	
현금성자산	2,462억원	
순자산 가치	3조 9,692억원	
발행주식수	2,487.5만주	
주당순자산(적정가)	160,000원	

자료 : 동양증권 리서치센터

그림 22. 금호석유(주)의 PBR 밴드



자료 : 동양증권 리서치센터

II. 실적 전망 : 2014년 영업이익 90% 이상 성장 기대

영업실적 흐름은 2013년 바닥
확인 → 2014년 회복 →
2015년 추가 증가

금호석유(주) 영업이익 흐름
2013년 1,989억원,
2014년 3,843억원,
2015년 5,180억원

금호석유(주) 연간 실적 흐름의 예상 특징을 ‘2013년 바닥 확인 → 2014년 회복 본격화 → 2015년 ~ 2016년 추가 상승’으로 요약할 수 있다. [표3]에 나타나듯이, 연간 영업이익 규모는 “2011년 8,390억원 → 2012년 2,238억원 → 2013년 1,989억원(e) → 2014년 3,843억원(e) → 2015년 5,180억원(e) → 2016년 5,879억원(e)” 등의 흐름이 예상된다.

2013년 예상 실적은 ‘매출액 5조 2,681억원(전년 5조 8,837억원), 영업이익 1,989억원(전년 2,238억원), 지배주주 순이익 988억원(전년 1,296억원)’ 등이다. 영업이익 규모는 2012년 대비 11% 감소하는 수치이다. 교체용 타이어 수요 부진속에 중국 경쟁사의 대규모 증설 영향으로 주력제품인 합성고무 가격과 수익이 부진했기 때문이다.

2014년 추산 실적은 ‘매출액 6조 4,143억원, 영업이익 3,843억원, 지배주주 순이익 2,723억원’ 등이다. 영업이익 규모는 전년 대비 93% 개선되는 수치이다. 2014년 상반기에 글로벌 타이어 생산업체의 신규설비 완공이 집중됨에 따라, 합성고무에 대한 구매가 활발해질 전망이다. 더구나, 2분기에는 증기와 전력을 판매하는 제 2 열병합발전소 증설 1차분이 완공되면서 수익개선을 기대할 수 있다.

2015년 예상 실적은 ‘매출액 7조 2,511억원, 영업이익 5,180억원, 지배주주 순이익 3,713억원’ 등이다. 영업이익 규모는 전년 대비 35% 증가하는 수치이다. 2015년 말에는 열병합발전소 증설 2차분이 완공된다.

표 27. 금호석유(주) 실적 추정치 : 영업이익 2013년 1,989억원(e) → 2014년 3,843억원(e) → 2015년 5,180억원(e) 지속 상승

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	연간실적	2012	2013	2014	2015	2016
생산capa														
SBR (만톤)	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	21.3	52.4	71.1	74.6	85.1	85.1	
BR (만톤)	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	
ABS (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	
가황촉진제 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
스티 (톤/시간)	910	910	910	910	910	910	910	1,310	1,075	910	1,110	1,710	1,710	
전기 (MWH)	155	155	155	155	155	155	155	228	178	155	191	373	373	
BPA (만톤)	7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	7.0	10.8	10.8	28.0	35.5	39.3	43.0	43.0	
EPDM (만톤)	2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	2.5	4.0	4.0	10.0	13.0	14.5	16.0	16.0	
M DI (만톤)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	17.5	20.0	20.0	20.0	20.0	
매출액	14,170	13,834	11,921	12,756	14,446	14,568	17,308	17,821	58,837	52,681	64,143	72,511	74,466	
합성고무	6,801	6,540	5,107	6,241	7,271	7,454	8,180	8,614	30,375	24,689	31,520	36,032	36,322	
SBR	\$/MT	2,446	2,192	1,805	2,200	2,180	2,250	2,350	2,834	2,161	2,305	2,400	2,400	
BR	\$/MT	2,683	2,294	1,850	2,100	2,200	2,300	2,450	3,170	2,232	2,375	2,700	2,650	
부타디엔 (원재료)	\$/MT	1,911	1,395	1,156	1,641	1,580	1,630	1,800	2,473	1,526	1,718	2,000	1,950	
합성수지	3,314	3,597	3,404	3,341	3,726	3,654	3,564	3,506	12,882	13,656	14,450	14,575	14,672	
ABS	\$/MT	1,965	1,881	1,982	1,935	1,940	1,880	1,880	1,965	1,946	1,883	1,900	1,820	
PS	\$/MT	1,821	1,781	1,739	1,894	1,730	1,660	1,630	1,577	1,809	1,668	1,610	1,650	
SM (원재료)	\$/MT	1,691	1,654	1,760	1,700	1,650	1,600	1,580	1,454	1,701	1,605	1,318	1,514	
고무약품/유틸리티	1,169	1,158	1,361	1,336	1,451	1,282	1,769	1,744	5,064	5,024	6,246	7,633	8,750	
금호P&B	2,886	2,539	2,049	1,838	1,998	2,178	3,794	3,957	10,506	9,312	11,927	14,271	14,721	
에폭시	\$/MT	2,924	2,940	2,960	2,853	2,820	2,780	2,830	3,024	2,917	2,825	3,170	3,270	
BPA	\$/MT	1,832	1,778	1,670	1,590	1,600	1,630	1,710	1,691	1,717	1,655	1,710	1,710	
페놀	\$/MT	1,561	1,440	1,240	1,270	1,260	1,220	1,290	1,373	1,378	1,255	1,480	1,480	
아세톤	\$/MT	1,080	996	1,011	965	960	1,000	1,040	943	1,013	1,005	1,060	1,075	
벤젠 (원재료)	\$/MT	1,400	1,287	1,260	1,200	1,220	1,240	1,270	1,207	1,287	1,250	1,230	1,220	
영업이익	779	756	-15	469	643	938	1,082	1,181	2,238	1,989	3,843	5,180	5,879	
합성고무	367	493	-12	281	307	603	665	665	1,012	1,128	2,439	2,546	2,363	
Cash마진	\$/MT	382	449	138	138	194	273	326	329	277	294	309	269	
합성수지	107	80	35	46	78	83	68	55	276	268	284	269	193	
Cash마진	\$/MT	258	221	179	159	215	234	195	192	204	201	237	215	
고무약품/유틸리티	223	132	202	222	242	172	404	352	830	779	1,170	1,704	2,625	
금호P&B	82	51	-240	-79	16	80	-55	-91	52	-186	-49	661	696	
Cash마진	\$/MT	256	306	152	182	244	305	198	224	224	232	266	275	
지배주주 순이익	343	262	38	346	417	682	777	868	1,296	988	2,723	3,713	4,182	
EPS	원/주								4,049	3,039	8,734	11,997	13,714	
BPS	원/주								47,407	48,497	54,957	64,386	74,650	
ROE									8.5%	6.3%	15.9%	18.6%	18.4%	

자료 : 동양증권 리서치센터

III. 2014년 투자 포인트 : 합성고무 글로벌 업황 개선 + 발전소 증설 기대감

2014년 금호석유(주)에 대해서 ‘주력사업인 합성고무 업황회복과 새로운 성장축인 발전소 사업 부각’에 주목해야 한다. 특히, 2 ~ 3분기에는 합성고무 체인의 수요증가가 부각될 전망이다. 중국의 신규 타이어공장 증설로 인해, 합성고무 구매가 뚜렷해질 수 있기 때문이다. 이어서, 3분기에는 열병합발전소 증설효과를 기대할 수 있을 것이다. 제 2 열병합발전소 1차 증설이 완료되면서 스팀 및 전기를 생산/판매하기 때문이다.

(1) 2014년 상반기 합성고무 업황 개선 기대

글로벌 1위를 차지하고 있는
합성고무는 2년 상승 → 2년
하락의 Cycle 반복

금호석유(주)는 합성고무 글로벌 1위 생산능력(연산 100만톤 규모)을 가지고 있다. 합성고무 대표 제품은 자동차 타이어에 사용되는 BR(Butadiene Rubber)과 SBR(Styrene Butadiene Rubber)로, 글로벌 증설이 비슷한 시기에 집중되는 경향을 지닌다. 이로 인해, **합성고무 Cycle은 ‘2년 상승 → 2년 하락’이 반복되어 왔다.**

금호석유(주) 합성고무 부문
영업이익률 범위
3% 바닥권 ~ 13% 천정권

2014년 중에는 합성고무부문 영업이익률은 10개년 평균인 7 ~ 8% 수준으로 회귀할 수 있을 전망이다. [그림 24] 이럴 경우, 합성고무 부문에서 얻을 수 있는 실적은 **‘매출액 2.8조원과 영업이익 2,500억원’** 수준이다.

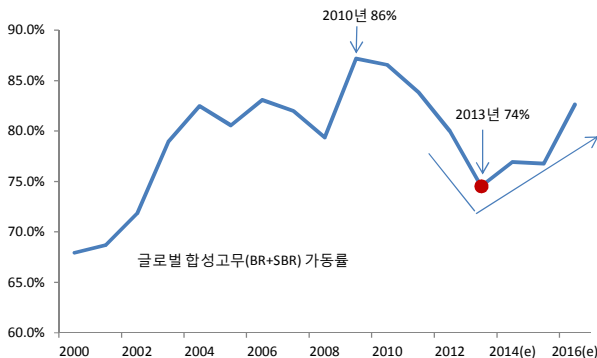
합성고무 부문 영업환경이 과거 평균 수준으로 회귀할 것으로 예상하는 근거는 3가지 이다.

2014년 타이어를 소비해야하는
대상 글로벌 차량 규모는
2.96억대 수준으로 전년대비
9.5% 증가

첫째, 합성고무의 75 ~ 85% 수요를 차지하고 있는 타이어의 교체 주기가 2014 ~ 2015년에 도래한다. [그림 25]은 당해년도에 판매된 신차, 4년 전에 판매된 차량, 8년 전에 판매된 차량, 12년 전에 판매된 차량을 합산한 후 전년대비 증가율을 차트로 나타낸 것이다.

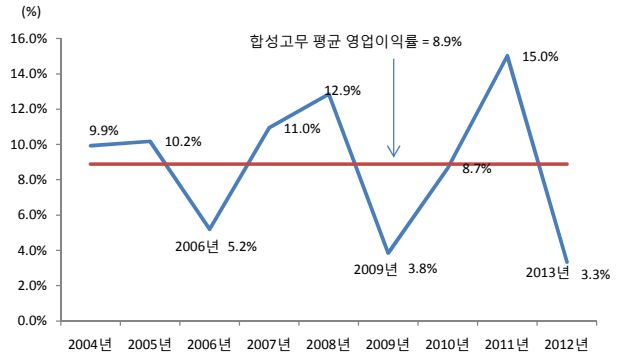
특이한 점은 2013년 타이어교체 대상 차량 수요는 2.7억대 수준으로, 전년대비 2.9%나 줄었다. 2013년 글로벌 타이어 및 합성고무 시장 위축에 무관하지 않다. 반면, **2014년은 타이어 소비 대상 차량 규모 2.96억대로, 전년 대비 9.5% 증가한다.** 2015년에는 3.07억대로, 2014년 대비 3.9% 추가로 개선될 전망이다. 2014 ~ 2015년 타이어와 합성고무 시장은 조용히 수요 회복 시기에 접어들다는 뜻이다.

그림 23. 글로벌 합성고무 Cycle : BR+SBR 가동률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

그림 24. 금호석유(주)의 합성고무 부문 영업이익률 추이



자료: 금호석유

글로벌 Top 10 의 중국내
생산능력은 2014년 6.4%,
2015년 8.8% 성장

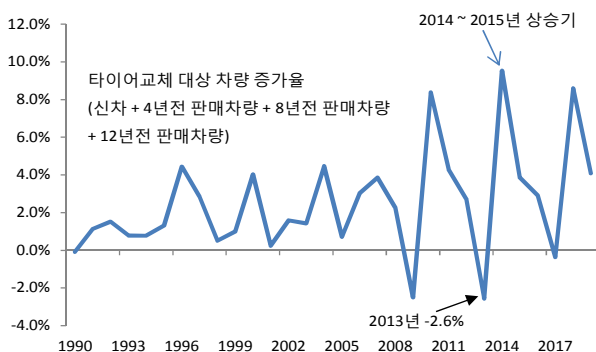
둘째, 2014년 글로벌 Top 10 타이어 생산업체의 생산능력 확충이 많다. [표28]에 나타나듯이, 글로벌 Top 10의 중국내의 타이어 생산능력 변화를 살펴보면, ‘2012년 1.27억본, 2013년 1.34억본, 2014년 1.43억본, 2015년 1.55억본’ 등이다. 2014년과 2015년 생산능력 증가율은 각각 6.4%와 8.8%로 나타난다. 타이어 신규설비 완성은 곧 소재인 합성고무 수요 증가로 나타날 수 밖에 없다.

셋째, 2014년 합성고무 신규증설 압박이 낮아지면서, 합성고무 수급 및 스프레스 개선을 기대할 수 있다. 2014년 세계 합성고무 수요는 45 ~ 50만톤 정도 늘어난 940만톤에 이를 것으로 예상된다. 그러나, 2013년 100만톤 이상의 신규설비가 집중된 이후, 2014년에는 신규 증설이 거의 없다.[그림26] 합성고무 글로벌 설비 가동률은 2013년 74%내외에서 2014년에는 80%대로 회복할 수 있다는 뜻이다.

합성고무 스프레드는 2013년
500\$ 바닥 확인 후, 2014년 평균
700\$ 대 회복 가능

합성고무 스프레드는 2013년 500\$로 바닥 확인후 4분기에는 다시 600\$ 수준으로 반등에 성공했다. 회복 Cycle 진입 효과로 2014년 평균 스프레드는 650 ~ 750\$ 수준을 회복하는 동시에 유지가 가능할 전망이다. 합성고무 생산업체 입장에서 보면 영업이익률 6.5 ~ 9.5%를 달성할 수 있다.

그림 25. 타이어 수요 Cycle : 2013년 바닥 → 2014 ~ 2015년 회복기



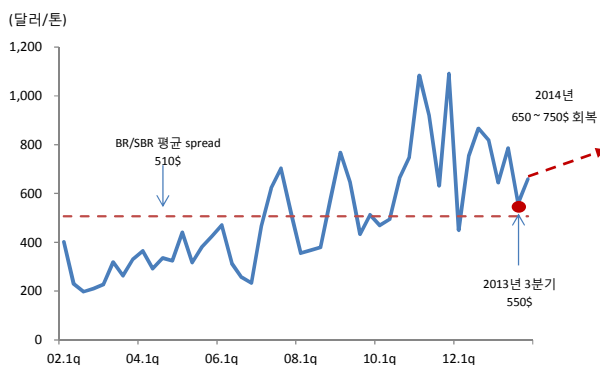
자료: 동양증권 리서치센터

표 28. 글로벌 Top 10 타이어 생산업체의 중국내 생산능력 변화

구 분	생산능력 (만본/년)				증감률 (%YoY)		
	2012년	2013년	2014년	2015년	2013	2014	2015
한국타이어	3,150	3,300	3,600	3,900	+4.8	+9.1	+8.3
금호타이어	2,820	2,820	2,820	2,820	0.0	0.0	0.0
Chengshin	2,588	2,588	2,588	2,588	0.0	0.0	0.0
Bridgestone	1,435	1,435	1,435	1,435	0.0	0.0	0.0
Michelin	707	770	832	895	+8.8	+8.1	+7.5
Continental	400	600	800	1,100	+50.0	+33.3	+25.0
Yokohama	510	510	510	510	0.0	0.0	0.0
Goodyear	500	500	500	500	0.0	0.0	0.0
Sumitomo	257	457	657	857	+77.8	+43.8	+30.4
Pirelli	410	410	510	1,000	0.0	+24.4	+96.1
합 계	12,777	13,390	14,252	15,505	+4.8	+6.4	+8.8

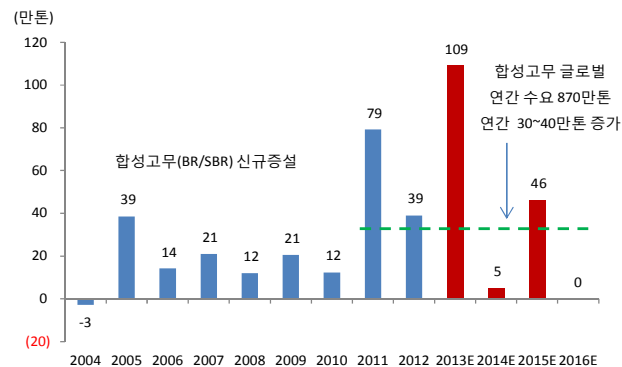
자료: 업계자료를 동양증권 리서치센터에서 취합

그림 26. 합성고무 Spread : 2013년 단기 바닥 → 2014년 반등 회복



자료: 미쉐린

그림 27. 글로벌 합성고무 증설 : 2013년 증설 클라이막스 → 2014년 부담감소



자료: 동양증권 리서치센터

(2) 2014년 3분기부터 열병합발전소 증설 효과 시작

2014년 ~ 2015년 대규모
열병합발전소 증설 완료시,
유틸리티 부문 매출액 4,800억원,
영업이익 2,800억원

2014년 2분기와 2015년
4분기에 발전소 추가 증설

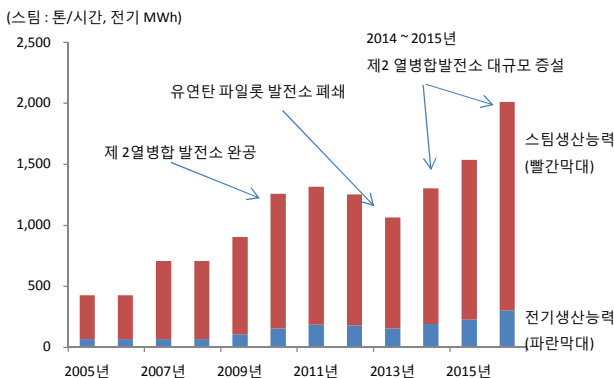
금호석유(주)는 자체 석탄화력 발전소 2개를 보유하고 있다. 여수공장, 인근 자회사 공장 등에 필요한 스팀과 전력을 생산해서 외부로 판매하고 있다. 구체적으로, 2001년 전기 생산용량은 36MWh, 시간당 증기 생산능력 410톤의 열병합 1발전소를 가동했다. 2009년에는 전기 119MWh 와 증기 생산능력 500톤을 가진 제 2 열병합발전소를 완공했다. 2012년 발전소 부문 연간 실적은 매출액 1,682억원과 영업이익 788억원(영업이익률 46%)를 달성했다.

2014년 ~ 2015년에는 세번째 발전설비 증설을 진행한다. 추가되는 설비 규모는 증기 800톤/시간과 전기 145MWh 이며, 총 투자비는 4,258억원이다. 2014년 2분기에 1차 증설을 통해, 먼저 400톤 증기와 전기설비를 가동된 후, 2015년 4분기에 2차로 400톤 증기 설비가 추가될 계획이다. 1,2차에 걸쳐 진행되는 제 2 열병합발전소 증설이 완료되면, 증설된 설비로부터 연간 매출액 2,700억원과 영업이익 1,800억원이 추가로 발생된다. **기존 발전설비 실적을 합산해 발전사업부문 전체에서 얻을 수 있는 실적은 ‘매출액 4,800억원과 영업이익 2,800억원’** 등이다.

Valuation : 적정주가 4만원 이상

[표29]에 분석했듯이, 신규 열병합발전소 증설에 따른 기업가치 증가 규모는 약 1.0조원(주당 4만원) 수준이다. 구체적인 계산식은 ‘(신규설비로부터 얻을 수 있는 EBITDA 2,058억 × 적정 EV/EBITDA 7.0배) - 설비투자비 4,258억원’ 등이다. 순자산가치 증가규모 1조원을 발행주식 수 2,487.5만주로 나누면, 주당 순 기업가치(적정주가) 상승분을 얻을 수 있는데, 4만원 수준이다.

그림 28. 금호석유(주)의 열병합발전소 전기 및 스팀 생산능력 변화



자료: 금호석유

표 29. 금호석유(주) 열병합발전소에서 창출가능한 실적 추정치

구분	제1 열병합발전소 (2001년 가동)	제2 열병합 발전소 (2009년 가동)	2014년 ~ 2015년 추가 증설
추정매출액(A=B+C)	783억원	1,347억원	2,692억원
전기판매액(B)	188억원	621억원	758억원
발전용량(a)	36MW	119.1MWh	145MWh
전기가격(b)	87원/kwh	87원/kwh	87원/kwh
외부판매율(c)	80%	80%	80%
설비가동률	85%	85%	85%
스팀판매액(C)	595억원	726억원	1,936억원
스팀용량(e)	500톤/시간	500톤/시간	800톤/시간
스팀가격(f)	65,000원/톤	65,000원/톤	65,000원/톤
외부판매율(g)	30%	30%	50%
설비가동률	85%	85%	85%
추정생산비용(D=h+i+j)	528억원	629억원	918억원
감가상각비(h=k/l)	137억원	120억원	284억원
총투자비(k)	1,797억원	1,797억원	4,258억원
재료비(m=x*n)	321억원	332억원	405억원
지역청탄 구입가격(n)	85\$/MT	85\$/톤	85\$/MT
페타이어 구입가격		원료 15% 무상구입	원료 15% 무상구입
기타관관비(j =매출액×9%)	70억원	177억원	229억원
추정영업이익	255억원	717억원	1,774억원
추정영업이익률	55%	53%	68%
[Valuation]			
EBITDA	392억원	837억원	2,058억원
목표 EV/EBITDA	7.0배	7.0배	7.0배
순기업가치 증가분	2,772억원	4,602억원	10,147억원
발행주식수	24,875,163	24,875,163	24,875,163
주당가치 상승분	11,022원/주	16,329원/주	40,790원/주

자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	52,681	64,143	72,511
매출원가	54,103	54,806	47,847	55,308	62,339
매출총이익	10,470	4,031	4,834	8,835	10,172
판매비	2,080	1,793	2,846	4,991	4,991
영업이익	8,390	2,238	1,989	3,843	5,180
EBITDA	9,936	3,837	3,685	5,582	6,907
영업외손익	-807	-901	-841	-324	-209
외환관련손익	-187	57	109	-5	2
이자손익	-1,313	-878	-656	-803	-736
관계기업관련손익	728	670	412	485	525
기타	-35	-750	-705	0	0
법인세비용차감전순이익	7,584	1,337	1,148	3,520	4,971
법인세비용	2,146	76	202	805	1,148
계속사업순이익	5,438	1,261	946	2,715	3,824
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	946	2,715	3,824
지배지분순이익	5,056	1,296	988	2,723	3,717
포괄순이익	4,705	1,572	902	2,715	3,824
지배지분포괄이익	4,339	1,559	917	2,664	3,635

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	13,954	17,969	19,067
현금및현금성자산	5,051	2,462	1,550	1,018	1,077
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	6,950	9,475	10,052
재고자산	5,816	5,673	5,093	7,115	7,578
비유동자산	26,561	29,206	30,634	32,071	33,289
유형자산	19,224	21,296	22,920	24,905	25,627
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,514	3,999	4,524
기타투자자산	4,016	4,022	3,542	2,542	2,542
자산총계	47,142	44,107	44,588	50,039	52,356
유동부채	27,132	14,385	13,196	16,323	15,251
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	6,209	7,885	8,269
단기차입금	7,875	7,924	5,831	7,281	5,825
유동성장기부채	11,228	778	589	589	589
비유동부채	4,440	13,139	14,392	14,392	14,392
장기차입금	2,652	6,521	7,154	7,154	7,154
사채	996	5,580	6,082	6,082	6,082
부채총계	31,572	27,524	27,589	30,715	29,643
지배지분	14,477	15,477	15,842	18,005	21,163
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	11,132	11,575	13,739	16,896
비지배지분	1,094	1,107	1,157	1,319	1,551
자본총계	15,571	16,584	16,999	19,324	22,714
순차입금	17,637	18,257	18,052	20,035	18,520
총차입금	23,020	20,932	19,781	21,232	19,776

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	4,337	2,115	5,399
당기순이익	5,438	1,261	946	2,715	3,824
감가상각비	1,460	1,530	1,652	1,706	1,697
외환손익	38	-19	-202	5	-2
총속, 관계기업 관련손익	0	0	-196	-485	-525
자산부채의 증감	-1,971	-643	1,092	-2,845	-630
기타현금흐름	1,720	326	1,045	1,019	1,035
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-3,166	-2,621	-2,350
투자자산	449	-38	-29	1,000	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,270	-3,690	-2,419
유형자산 감소	3	4	43	0	0
기타현금흐름	10	-16	90	69	69
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	-1,827	910	-1,996
단기차입금	1,021	-5,159	-2,198	1,450	-1,456
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	908	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-230	-559	-559	-559	-559
기타현금흐름	54	0	23	19	19
연결범위변동 등 기타	-2	13	-256	-936	-993
현금의 증감	3,543	-2,588	-912	-533	59
기초 현금	1,508	5,051	2,462	1,550	1,018
기말 현금	5,051	2,462	1,550	1,018	1,077
NOPLAT	8,390	2,238	1,989	3,843	5,180
FCF	2,680	-619	1,157	-1,832	2,661

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

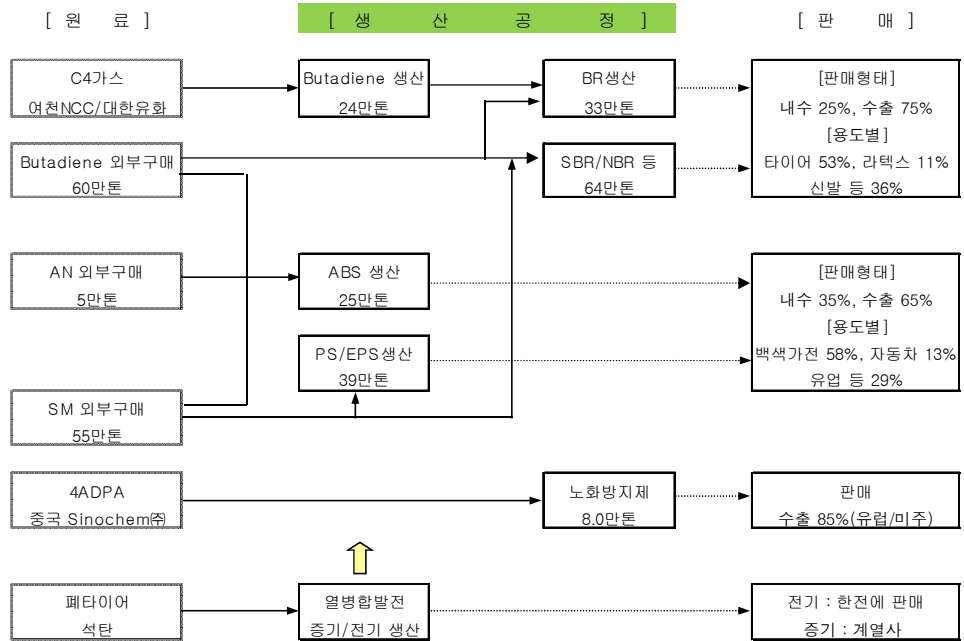
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	3,039	8,734	11,997
BPS	44,423	47,407	48,497	54,957	64,386
EBITDAPS	34,524	11,458	11,002	16,666	20,622
SPS	224,373	175,679	157,298	191,522	216,507
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,979
PER	9.4	31.9	34.9	12.1	8.8
PBR	4.1	2.7	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.7	15.5	14.3	9.8	7.7
PSR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5

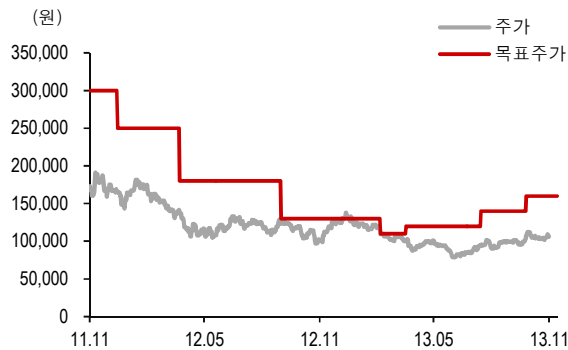
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-10.5	21.8	13.0
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	-11.1	93.2	34.8
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	-23.7	175.6	36.5
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	9.2	13.8	14.0
영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.8	6.0	7.1
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	1.9	4.2	5.1
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	7.0	8.7	9.5
ROIC	22.6	7.6	5.7	9.5	11.6
ROA	11.1	2.8	2.2	5.8	7.3
ROE	44.0	8.7	6.3	16.1	19.0
부채비율 (%)	202.8	166.0	162.3	158.9	130.5
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	114.0	111.3	87.5
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	2.8	4.6	6.6

별첨. 금호석유주의 생산구조



자료: 금호석유, 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-25	BUY	160,000
2013-10-16	BUY	160,000
2013-10-07	BUY	140,000
2013-08-05	BUY	140,000
2013-07-19	BUY	120,000
2013-07-05	BUY	120,000
2013-06-17	BUY	120,000
2013-04-12	BUY	120,000
2013-04-08	BUY	120,000
2013-02-26	HOLD	110,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성사 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기준 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.