

# 금호석유(011780)

## 실망은 여기까지입니다. 이제부터는 기대하세요

### ▶ OPM: 12년 3.4% -> 13년(e) 3.9% -> 14년(e) 6.3% -> 15년(e) 7.8%

금호석유는 글로벌 1위(연간 100만톤) 합성고무 생산업체이다. 연평균 합성고무 영업마진은 9.0% 수준(호황기 14.0%, 불황기 4.5% 수준)인데, 2012년과 2013년(e) 합성고무 영업마진은 글로벌 타이어 수요 부진과 대규모 증설로 각각 3.4%와 3.9%(e)가 예상된다. 하지만 2014년 합성고무 업황은 ① 대규모 합성고무 증설 마무리 ② 타이어 수요 회복 ③ 타이어업체의 증설로 회복될 전망이다. 2014년과 2015년 영업이익은 각각 6.3%, 7.8%로 추정된다.

### ▶ 2014년 1분기 이후 합성고무의 본격적인 회복세 전망

2012년부터 2013년까지 합성고무 설비는 150만톤(연간수요 40만톤) 가량 증가했다. 하지만 2016년까지 증설규모는 50만톤 수준으로 공급부담이 굉장히 낮다. 타이어 업황이 2Q13 이후 미쉐린, 굿이어, 브리스톤 등 주요 타이어 업체의 판매량이 개선되고 있고, 중국의 타이어 수출도 유럽과 북미를 중심으로 개선되고 있다. 따라서 중국내 합성고무 재고가 감소하고 있다. 2014년 타이어 수요 회복과 더불어 타이어 업체의 설비증설도 합성고무 수요를 자극할 것으로 보인다. 보통 타이어 업황회복이 합성고무 시황보다 1분기 정도 선행한다는 점에서 1Q14 이후 합성고무의 본격적인 회복이 예상된다.

### ▶ 내년 1분기부터 적극적인 관심 필요

목표주가는 2014년 예상실적 기준 PBR 2.9배이다. PBR Multiple 2.9배는 부담스러운 수준이 아니다. 과거 업황 회복기인 2006년(ROE 9.0%/PBR 2.2배)과 2007년(ROE 16.5%/PBR 3.1배) 평균 PBR은 2.7배로 2014년과 2015년 예상 ROE가 각각 16.1%, 19.5%인 점을 감안하면 PBR Multiple 2.9배는 적합한 수준이다. 오히려 2014년 2분기와 2015년 4분기 열병합발전소 증설효과(기준 Capa 2배 수준)로 추가 모멘텀이 기대된다. 내년 1분기 적극적인 관심이 필요하다.

## BUY (Maintain)

### 6개월 목표주가: 150,000원(유지)

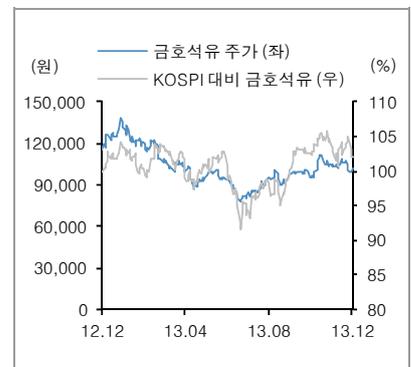
주가(07/26)	100,500원		
소속업종	석유화학		
업종투자 의견	Overweight		
자본총계	1,675 십억원		
발행주식수	33,491,177 주(@5,000 원)		
시가총액	3,171 십억원		
KOSPI내 비중	0.27%		
52주 최고가/최저가	138,000 원 / 78,500 원		
평균 거래량(120일)	198,579 주		
외국인지분율	9.3%		
배당수익률%(12년)	1.5		
주요주주	박철완 외 6인	24.2%	
	금호석유 자사주	18.4%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	(1.0)	8.9	(12.1)
상대주가	0.5	7.5	(13.7)
현주대비 상승여력	49.3		

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액 (십억원)	6,457	5,884	5,247	6,116	6,483
증가율 (YoY, %)	30.3	(8.9)	(10.8)	16.6	6.0
조정영업이익 (십억원)	839	224	169	385	506
증가율 (YoY, %)	49.7	(73.3)	(24.4)	127.6	31.2
세전이익 (십억원)	758	134	89	368	518
지배주주귀속순이익(십억원)	506	130	65	266	374
증가율 (YoY, %)	60.0	(74.4)	(50.2)	311.5	40.8
EBITDA (십억원)	994	384	326	574	696
EPS (원)	15,097	3,869	1,927	7,932	11,169
증가율 (YoY, %)	35.9	(74.4)	(50.2)	311.5	40.8
BPS (원)	42,185	45,373	45,401	51,744	61,309
PER (배)	11.1	33.7	52.1	12.7	9.0
PBR (배)	4.0	2.9	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	7.2	15.7	15.5	8.7	6.9
조정영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.2	6.3	7.8
EBITDA Margin (%)	15.4	6.5	6.2	9.4	10.7
ROE (%)	44.5	8.7	4.2	16.1	19.5

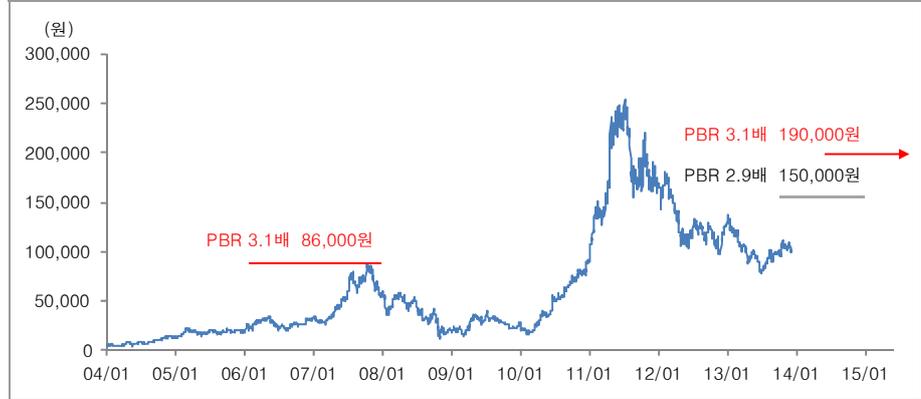
주: K-IFRS 연결 기준

자료: 금호석유, IM투자증권 리서치센터

최근 12개월 상대주가 추이

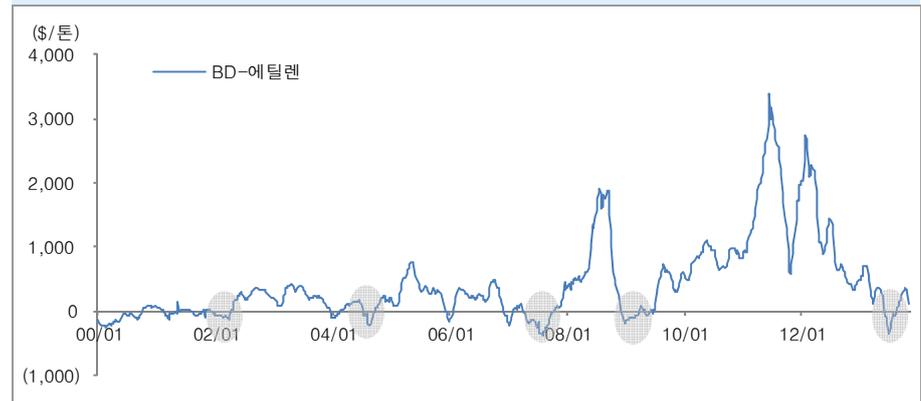


[그림 1] 금호석유 주가 추이 및 TP 밴드



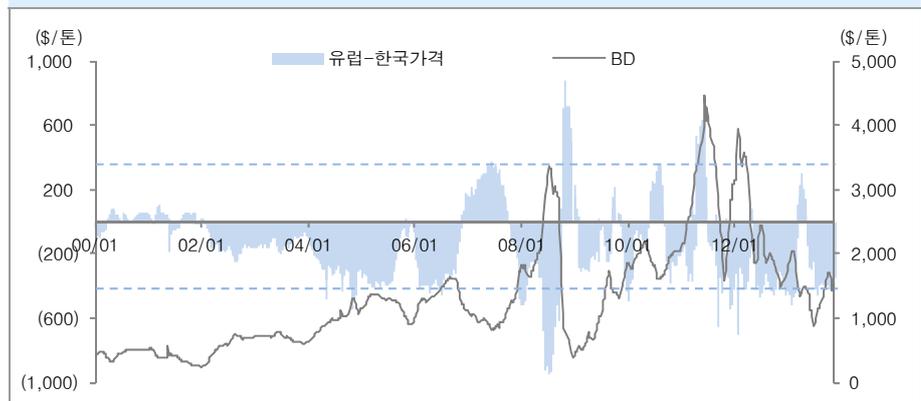
자료: Dataguide, 아이엠투자증권

[그림 2] BD 가격과 에틸렌 가격 차이 추이



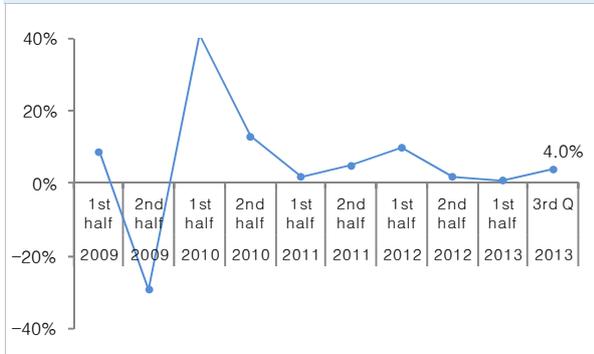
자료: KPIA, cischem, chemlocus, 아이엠투자증권

[그림 3] 유럽 BD가격 대비 한국 BD가격 차이 추이



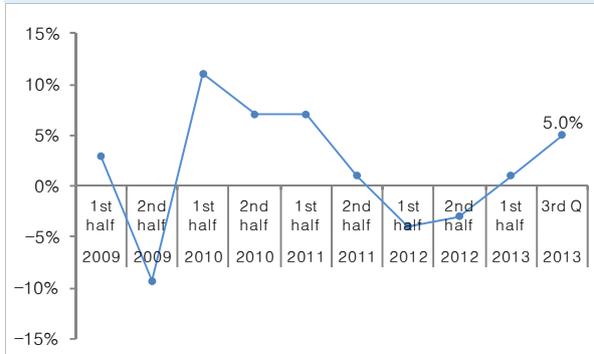
자료: KPIA, cischem, chemlocus, 아이엠투자증권

[그림 4] PC/LT OE market



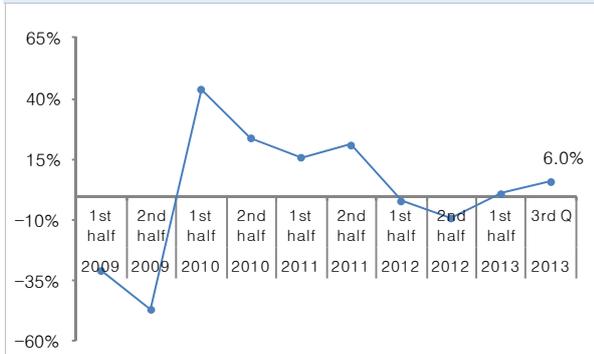
자료: 미쉐린, 아이엠투자증권

[그림 5] PC/LT RE market



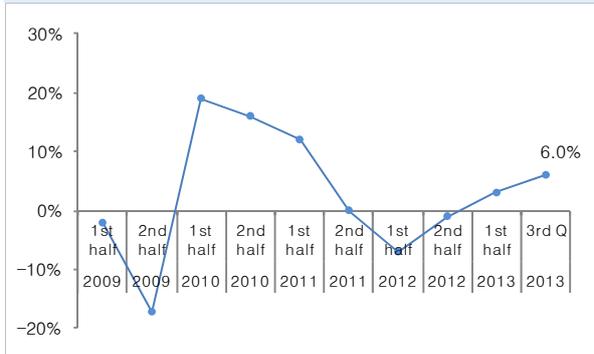
자료: 미쉐린, 아이엠투자증권

[그림 6] Truck OE market



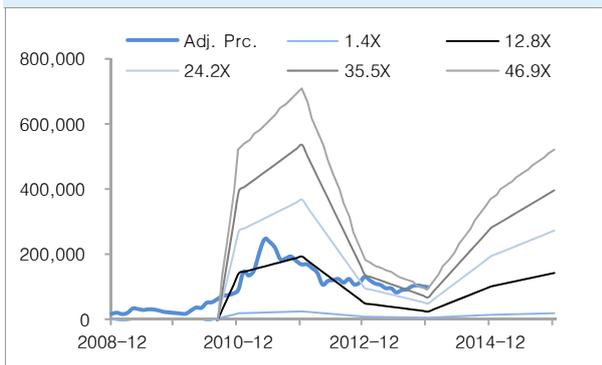
자료: 미쉐린, 아이엠투자증권

[그림 7] Truck RE market



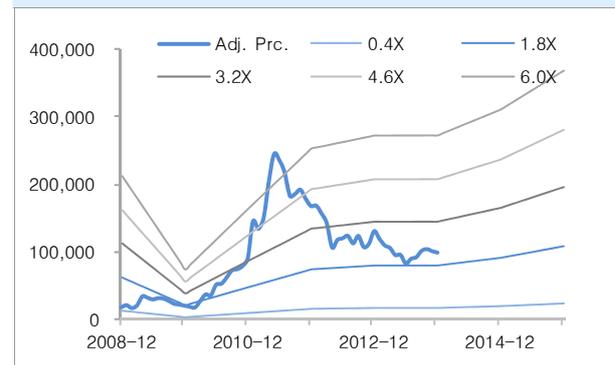
자료: 미쉐린, 아이엠투자증권

[그림 8] PER band 추이



자료: 금호석유, 아이엠투자증권

[그림 9] PBR band 추이



자료: 금호석유, 아이엠투자증권

Financial Statement & Ratio

(십억원, 원, 배, %)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>매출액</b>	6,457	5,884	5,247	6,116	6,483
<b>매출원가</b>	5,410	5,481	4,896	5,541	5,783
<b>매출총이익</b>	1,047	403	352	575	700
<b>판매비외관리비</b>	208	179	182	190	195
<b>EBITDA</b>	994	384	326	574	696
<b>조정영업이익</b>	839	224	169	385	506
<b>발표영업이익</b>	839	224	169	385	506
<b>비영업손익</b>	(81)	(90)	(80)	(17)	13
이자손익	(131)	(88)	(75)	(72)	(69)
외환관련손익	(19)	6	0	0	0
관계기업투자등 투자손익	73	67	60	75	85
기타	26	(69)	(66)	(20)	(3)
<b>세전계속사업이익</b>	758	134	89	368	518
계속사업법인세비용	215	8	20	89	125
<b>계속사업이익</b>	544	126	69	279	393
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	544	126	69	279	393
지배주주	506	130	65	266	374
비지배주주	38	(4)	5	14	19

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>비유동자산</b>	2,656	2,921	2,917	3,008	3,107
장기금융자산	402	402	359	359	359
관계기업투자등	271	318	370	445	530
유형자산	1,204	1,190	1,244	1,260	1,275
기타	780	1,010	944	944	943
<b>유동자산</b>	2,058	1,490	1,531	1,769	2,046
현금및 현금성자산	505	246	286	361	587
단기금융자산	33	21	21	21	21
매출채권 및 기타채권	920	636	701	817	866
채고자산	582	567	506	550	551
기타	18	19	17	20	21
<b>자산총계</b>	4,714	4,411	4,448	4,777	5,153
<b>비유동부채</b>	444	1,314	1,419	1,444	1,452
장기금융부채	367	1,211	1,318	1,318	1,318
기타	77	103	101	126	134
<b>유동부채</b>	2,713	1,439	1,361	1,440	1,469
매입채무 및 기타채무	661	470	546	612	635
단기금융부채	1,936	882	738	738	738
기타	116	87	78	91	96
<b>부채총계</b>	3,157	2,752	2,780	2,884	2,921
<b>지배주주지분</b>	1,448	1,548	1,550	1,760	2,078
자본금	168	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,123	1,339	1,664
<b>비지배주주지분</b>	109	111	119	134	155
<b>자본총계</b>	1,557	1,658	1,669	1,894	2,232

자료: 아이엠투자증권

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>영업활동현금흐름</b>	765	316	360	399	548
당기순이익(손실)	544	126	69	279	393
비현금수익비용가감	514	280	252	295	304
유형자산상각비	146	153	151	183	186
무형자산상각비	9	7	6	6	5
운전자본증감	(197)	(64)	59	(86)	(23)
매출채권 및 기타채권	(110)	179	(48)	(116)	(49)
매입채무 및 기타채무	108	(213)	57	66	24
법인세납부	(95)	(26)	(21)	(89)	(125)
<b>투자활동현금흐름</b>	(217)	(337)	(131)	(192)	(190)
유형자산처분(취득)	(291)	(368)	(139)	(200)	(200)
금융자산감소(증가)	57	5	(23)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(194)	(239)	(189)	(132)	(132)
금융부채증가(감소)	(51)	(76)	(51)	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(23)	(56)	(56)	(50)	(50)
<b>기타현금흐름</b>	0	0	0	0	0
<b>순현금흐름</b>	354	(259)	40	75	226
기초현금	151	505	246	286	361
기말현금	505	246	286	361	587

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS	15,097	3,869	1,927	7,932	11,169
EBITDAPS	29,667	11,458	9,738	17,150	20,790
CFPS	19,712	8,644	6,611	13,577	16,862
BPS	42,185	45,373	45,401	51,744	61,309
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
PER	11.1	33.7	52.9	12.9	9.1
EV/EBITDA	7.2	15.7	15.7	8.8	7.0
PCR	8.5	15.1	15.4	7.5	6.1
PSR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
PBR	4.0	2.9	2.3	2.0	1.7

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액증가율	30.3	(8.9)	(10.8)	16.6	6.0
조정영업이익증가율	49.7	(73.3)	(24.4)	127.6	31.2
순이익증가율	57.2	(76.8)	(45.2)	304.4	40.7
유동비율	75.9	103.6	112.5	122.9	139.3
순차입금비율	113.3	110.1	104.8	88.4	64.8
부채비율	202.8	166.0	166.6	152.3	130.8
조정영업이익률	13.0	3.8	3.2	6.3	7.8
EBITDA Margin	15.4	6.5	6.2	9.4	10.7
ROA	12.3	2.8	1.6	6.1	7.9
지배주주ROE	44.5	8.7	4.2	16.1	19.5
ROIC	24.9	6.1	4.6	10.4	13.3
Payout Ratio	11.1	43.2	77.1	18.7	13.3