

금호석유(011780.KS)

Buy (유지)

목표주가 110,000원 (하향)

현재가 ('14/01/08) 90,000원

업종 석유화학

KOSPI	1,958.96
KOSDAQ	509.78
시가총액(보통주)	2,742.1십억원
발행주식수(보통주)	30.5백만주
52주 최고가('13/01/10)	133,000원
최저가('13/06/24)	78,500원
평균거래대금(60일)	21,381백만원
배당수익률(2012)	1.53%
외국인지분율	9.2%

주요주주

박찬구 외 6인	24.2%
한국산업은행	14.1%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.0	9.0	-30.5
상대수익률	-4.9	1.1	-29.1

Price Trend



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

4분기 합성고무 업황 부진

전방산업인 타이어 수요 부진과 높은 재고량으로 합성고무 및 butadiene 업황 부진. 이에 따라 4분기 영업실적은 당사 예상치를 하회할 전망이다. 그러나, 1) 안정적인 이익을 창출하는 에너지 사업부 증설과, 2) 합성고무 증설 제한에 따른 고무 사이클 회복에 따라 중장기적으로 매수 접근 유효

2013년 4분기 영업이익, 당사 예상치 및 시장 컨센서스 하회 전망

- 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 1조1,349억원(-8.9% y-y, -4.8% q-q), 96억원(-68.6% y-y, 흑전 q-q)으로 예상됨. 4분기 영업이익은 당사예상치(640억원) 및 시장 컨센서스(407억원)를 하회할 전망이다
- 4분기 실적이 부진할 것으로 예상되는 것은 1) 원재료인 butadiene 가격 약세로 합성고무 가격 인상이 어려웠고, 2) 부진한 전방수요에 따라 BR설비 가동률이 70% 내외에 머물렀기 때문
- 경쟁업체들의 증설에 따른 BPA 마진 약세로 연결대상 자회사인 금호피앤비 실적 역시 부진할 전망이다

에너지 사업부의 증설과 글로벌 합성고무의 설비 증설 제한이 긍정적

- 금호석유에 대한 2014년 EPS 전망치를 30.6% 하향 조정. 2014년 이익하향 조정폭이 큰 것은 BR 및 SBR 가격 전망치를 각각 2,700달러, 2,500달러에서 2,200달러, 2,150달러로 하향 조정하였기 때문
- 목표주가를 130,000원에서 110,000원으로 하향 조정. 목표주가는 2014년 BPS(59,913원)에 target PBR 1.8배를 적용. Valuation premium(vs. 2014년 ROE 13.6%)을 적용한 것은 석유화학사이클 trough구간에서 향후 이익 개선 부분을 할인하였기 때문
- 그러나, 동사에 대한 투자 의견 Buy 유지. 1) 하반기 이후 석유화학사이클 회복 시 합성고무 설비 가동률 상승에 따른 이익 레버리지 효과가 기대되고, 2) 영업 이익률 40% 내외로 수익성이 높은 에너지 사업부 증설이 2014년 하반기, 2015년 예정되어 있어 가파른 이익 성장이 예상되기 때문

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EVEBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2011	6,457	30.3	839	13.0	506	19,391	57.6	8.6	3.9	7.1	44.5	202.8	1,762
2012	5,884	-8.9	224	3.8	130	4,049	-79.1	32.2	2.8	15.6	8.7	166.0	1,824
2013E	5,127	-12.9	162	3.2	30	980	-75.8	97.2	1.8	14.9	1.8	136.1	1,530
2014F	5,645	10.1	330	5.8	257	8,342	751.4	10.8	1.5	9.2	13.6	127.7	1,503
2015F	6,667	18.1	481	7.2	385	12,489	49.7	7.2	1.3	6.9	17.6	120.5	1,477

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

금호석유 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2012	2013E	2014F	2015F
매출액	- 수정 후	5,883.7	5,127.3	5,644.9	6,667.0
	- 수정 전		5,414.0	6,158.5	6,795.3
	- 변동률		-5.3	-8.3	-1.9
영업이익	- 수정 후	223.8	161.5	330.0	481.4
	- 수정 전		215.9	412.9	477.8
	- 변동률		-25.2	-20.1	0.8
영업이익률(수정 후)		3.8	3.2	5.8	7.2
EBITDA		383.7	312.6	480.9	634.8
(지배지분)순이익		129.6	30.3	257.1	384.8
EPS	- 수정 후	4,049	980	8,342	12,489
	- 수정 전		4,199	12,023	13,873
	- 변동률		-76.7	-30.6	-10.0
PER		32.2	97.2	10.8	7.2
PBR		2.8	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA		15.6	14.9	9.2	6.9
ROE		8.7	1.8	13.6	17.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

금호석유 4분기 실적 preview(IFRS 연결)

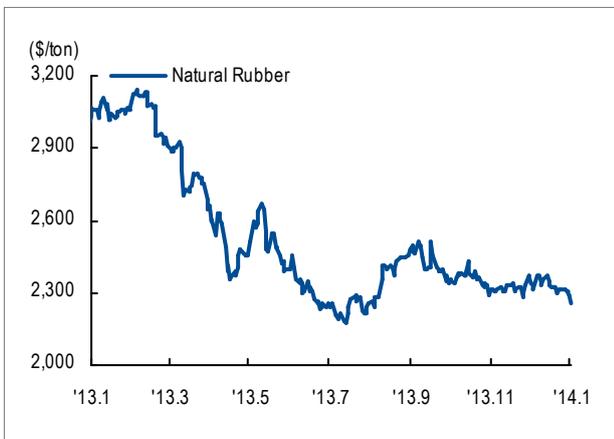
(단위: 십억원, %)

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E					1Q14F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consensus	
매출액	1,245	1,417	1,383	1,192	1,135	-8.9	-4.8	1,422	1,301	1,298
영업이익	31	78	76	-2	10	-68.6	흑전	64	41	21
영업이익률	2.5	5.5	5.5	-0.1	0.8			4.5	3.1	1.6
세전이익	-53	48	29	-4	-41	적지	적지	61	28	15
(지배주주)순이익	-27	34	26	3	-33	적지	흑전	63	25	1

주: K-IFRS 연결기준

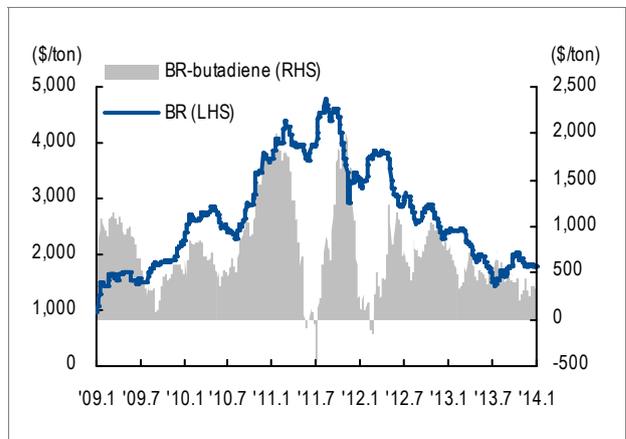
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

천연고무 가격 추이



자료: Thomson Reuters, 우리투자증권 리서치센터

BR 가격 및 BR-butadiene spread 추이



자료: Platts, Oilchem, 우리투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
매출액	5,884	5,127	5,645	6,667
증감률 (%)	-8.9	-12.9	10.1	18.1
매출원가	5,481	4,786	5,129	5,994
매출총이익	403	342	516	673
Gross 마진 (%)	6.9	6.7	9.1	10.1
판매비와 일반관리비	179	180	186	191
영업이익 (GP-SG&A)	224	162	330	481
증감률 (%)	-73.3	-27.8	104.3	45.9
OP 마진 (%)	3.8	3.2	5.8	7.2
EBITDA	384	313	481	635
영업외손익	-90	-130	-25	-25
금융수익(비용)	-65	-89	-66	-67
기타영업외손익	-93	-81	0	0
종속 및 관계기업관련손익	67	40	41	42
세전계속사업이익	134	31	305	457
법인세비용	8	2	55	82
계속사업이익	126	30	250	374
당기순이익	126	30	250	374
증감률 (%)	-76.8	-76.6	747.7	49.7
Net 마진 (%)	2.1	0.6	4.4	5.6
지배주주지분 순이익	130	30	257	385
비지배주주지분 순이익	-3	-1	-7	-10
기타포괄이익	31	0	0	0
총포괄이익	157	30	250	374

VALUATION INDEX

	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
PER (X)	32.2	97.2	10.8	7.2
PER (High,X)	45.8	142.9	11.5	7.7
PER (Low,X)	23.6	78.6	10.6	7.1
PBR (X)	2.8	1.8	1.5	1.3
PBR (High,X)	4.0	2.6	1.6	1.4
PBR (Low,X)	2.1	1.5	1.5	1.3
PCR (X)	9.8	9.9	5.7	4.3
PSR (X)	0.7	0.6	0.5	0.4
PEG (X)	0.7	0.6	0.5	-64.6
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.1	1.7	0.5	-6.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.8	2.7	0.7	20.5
EV/EBITDA (X)	15.6	14.9	9.2	6.9
EV/EBIT (X)	26.8	28.8	13.5	9.2
Enterprise Value	5,997	4,646	4,446	4,410
EPS CAGR (3년) (%)	45.6	154.6	22.6	-0.1
EBITPS CAGR (3년) (%)	29.1	56.1	20.6	-1.2
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	18.3	35.4	15.9	0.4
주당EBIT (W)	7,346	5,301	10,831	15,800
주당EBITDA (W)	12,595	10,259	15,784	20,837
EPS (W)	4,049	980	8,342	12,489
BPS (W)	46,211	52,995	59,913	70,270
CFPS (W)	13,325	9,579	15,784	20,837
SPS (W)	193,112	168,288	185,274	218,821
DPS (W)	2,000	107	903	1,352

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
영업활동 현금흐름	245	325	302	384
당기순이익	126	30	250	374
+ 유/무형자산상각비	160	151	151	153
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-67	-40	-41	-42
+ 외화환산손실(이익)	-2	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	2	0	0	0
Gross Cash Flow	406	292	481	635
- 운전자본의증가(감소)	-64	124	-57	-101
투자활동 현금흐름	-374	-172	-274	-336
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-369	-250	-250	-250
+ 투자자산의매각(취득)	-5	73	-22	-83
Free Cash Flow	-123	75	52	134
Net Cash Flow	-128	153	28	48
재무활동 현금흐름	-132	41	68	114
자기자본 증가	0	200	0	0
부채증감	-132	-159	68	114
현금의증가	-259	194	96	162
기말현금 및 현금성자산	246	440	536	698
기말 순부채(순현금)	1,824	1,530	1,503	1,477

RIM & EVA

	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-0.5	-8.2	4.7	8.5
Residual Income	-8.1	-135.8	68.0	166.8
12M RIM Target Price (W)	112,752			
EVA				
투자자본	2,361.5	2,365.1	2,508.4	2,711.7
세후영업이익	222.6	136.4	276.0	405.4
투자자본이익률 (%)	9.2	5.8	11.3	15.5
투자자본이익률 - WACC (%)	3.1	-1.2	5.6	9.6
EVA	72.5	-28.0	140.2	260.6
DCF				
EBIT	223.8	161.5	330.0	481.4
+ 유/무형자산상각비	160	151	151	153
- CAPEX	-368.8	-250.0	-250.0	-250.0
- 운전자본증가(감소)	76.1	84.6	-44.3	-106.7
Free Cash Flow for Firm	-73.8	-31.2	215.8	404.9
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	5.7	5.9

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
현금및현금성자산	246	440	536	698
매출채권	586	510	562	664
유동자산	1,490	1,525	1,716	2,085
유형자산	2,130	2,234	2,338	2,438
투자자산	720	628	691	816
비유동자산	2,921	2,924	3,087	3,309
자산총계	4,411	4,449	4,803	5,394
단기성부채	882	779	849	989
매입채무	287	250	276	326
유동부채	1,438	1,264	1,383	1,620
장기성부채	1,211	1,212	1,212	1,212
장기충당부채	27	24	26	31
비유동부채	1,314	1,301	1,310	1,328
부채총계	2,752	2,564	2,693	2,947
자본금	167	193	193	193
자본잉여금	265	440	440	440
이익잉여금	1,113	1,140	1,372	1,719
비지배주주지분	111	110	103	93
자본총계	1,658	1,885	2,110	2,446

PROFITABILITY & STABILITY

	2012/12A	2013/12E	2014/12F	2015/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	8.7	1.8	13.6	17.6
총자산이익률 (ROA) (%)	2.8	0.7	5.4	7.3
투자자본이익률 (ROIC) (%)	9.2	5.8	11.3	15.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	23.1	16.6	22.8	26.0
EBITDA/ 총자산 (%)	8.7	7.0	10.0	11.8
배당수익률 (%)	1.5	0.1	1.0	1.5
배당성향 (%)	38.4	8.7	8.7	8.7
총현금배당금 (십억원)	56	3	25	38
보통주 주당현금배당금(W)	2,000	107	903	1,352
순부채(현금) 자기자본 (%)	110.0	81.2	71.2	60.4
순부채/ 자기자본 (%)	166.0	136.1	127.7	120.5
순이자비용/ 매출액 (%)	1.7	2.0	1.4	1.3
EBIT/ 순이자비용 (X)	2.2	1.6	4.1	5.7
유동비율 (%)	103.6	120.7	124.0	128.7
당좌비율 (%)	64.1	81.5	85.7	90.4
총발행주식수 (mn)	33	33	33	33
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	130,500	95,200	90,000	90,000
시가총액 (십억원)	4,062	3,006	2,840	2,840