

금호석유 (011780): 천연고무 가격 반등이 필요

KB투자증권은 금호석유의 2Q13 영업이익을 792억원 (+1.7% QoQ, +202.7% YoY)으로 전망한다. 전 분기와 유사한 수준이다. 합성고무 시황이 개선되는 모습은 보이고 있지 않고, 오히려 천연고무 가격 하락과 함께 동반 하락하고 있으나, 원료인 BD 가격도 함께 하락하면서 스프레드가 유지된 것으로 예상된다.

2013년 금호석유의 매출액과 영업이익을 각각 5.8조원 (-1.2% YoY), 3,500억원 (+56.4% YoY)으로 전망한다. 2Q12 제품가격 급락 당시 높은 가격의 원료가 투입되어 수익성이 악화되었으나, 현재는 상대적으로 재고와 투입원가 관리가 당시 대비 적절히 이루어지고 있기 때문이다. 또한 SBR, SSSBR 등 생산능력 확대도 본격화 되었다. 2014년 연간 영업이익은 4,461억원 (+27.5% YoY)로 전망하고 있다. 이는 여수에너지의 외부매출 확대 및 증설 영향과, 현재 바닥수준인 합성고무 시황의 개선을 반영한 수치이다.

표 29. 2Q13 실적 전망 및 컨센서스와의 비교

(단위: 십억원, %)	KB투자증권	컨센서스	차이(%)	2Q12	YoY (%)	1Q13	QoQ (%)	2013C	2014C
매출액	1,433.2	1,408.7	1.7	1,584.0	(9.5)	1,417.0	1.1	5,853	6,390
영업이익	79.2	67.8	16.7	26.2	202.7	77.9	1.7	322	450
지배주주순이익	43.7	39.2	11.6	8.9	393.1	34.3	27.5	211	333
EBITDA	123.2			68.7	79.3	120.5	2.2		
영업이익률	5.5	4.8	0.7	1.7	3.9	5.5	0.0	5.5	7.0
순이익률	3.1	2.8	0.3	0.6	2.5	2.4	0.6	3.6	5.2
EBITDA 마진	8.6			4.3	4.3	8.5	0.1		

자료: 금호석유, FnGuide, KB투자증권

표 30. 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액												
전체	1,417	1,433	1,468	1,497	1,509	1,538	1,573	1,695	6,457	5,884	5,815	6,315
합성고무	680	682	709	722	744	745	751	796	3,536	3,038	2,793	3,036
합성수지	331	332	333	313	333	331	333	330	1,246	1,289	1,309	1,326
기타	406	419	425	463	432	462	490	570	1,675	1,557	1,713	1,953
영업이익	78	79	96	97	93	113	129	112	839	224	350	446
지배주주순이익	34	44	63	64	61	75	87	76	506	130	204	299
EBITDA	121	123	141	141	138	158	174	158	997	384	526	628
영업이익률	5.5	5.5	6.6	6.5	6.2	7.3	8.2	6.6	13.0	3.8	6.0	7.1
순이익률	2.4	3.1	4.3	4.2	4.0	4.9	5.5	4.5	7.8	2.2	3.5	4.7
EBITDA 마진	8.5	8.6	9.6	9.4	9.1	10.3	11.1	9.3	15.4	6.5	9.0	9.9

자료: 금호석유, KB투자증권

금호석유에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 110,000원으로 제시한다. 목표주가는 2014년 예상 EBITDA에 과거 평균 6.5X의 멀티플을 적용하고 자사주를 제외하고 산정하였다. 이는 2014년 예상 PER 9.2X에 해당한다. 2013년 수익 전망을 반영한 적정 주당가치는 82,322원이다.

금호석유는 장기적으로 합성고무에서 8~9%의 영업이익률이 가능하고, 자회사의 증설 등을 반영하여 연간 6천억원 대의 영업이익이 가능한 회사라고 판단한다. 이를 바탕으로 DCF를 통해서 산출한 적정 주가는 167,012원이다. 따라서, 향후 이익전망 상승에 따른 목표주가 상승도 가능할 것이다.

금호석유의 목표주가로
110,000원 제시

표 31. 금호석유의 Valuation (1): EV/EBITDA

(단위: 십억원)	EBITDA 배수	2013E	2014E	비고
영업가치①	6.5	3,417	4,082	석유화학 업종 평균 멀티플 적용
관계기업투자자산②		700	735	
순차입금③		1,829	1,781	
우선주시가총액④		93	93	
소수주주가치⑤		146	183	
목표시가총액⑥ (=①+②-③-④-⑤)		2,048	2,760	
보통주식수(주)		30,467,691	30,467,691	
(-) 자기주식수		5,592,528	5,592,528	자사주 제외
조정주식수(주)		24,875,163	24,875,163	
주당산정가치(원)		82,322	110,951	

자료: 금호석유, KB투자증권

표 32. 금호석유의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	5,815	6,315	7,020	7,372	7,740	8,127
EBIT	350	446	544	583	613	650
Tax rate	24.9%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
NOPLAT	263	339	414	443	466	494
(+) 감가상각비	176	182	187	191	195	205
(+) 운전자본증가(감소)	78	105	49	45	47	50
(-) Capex	273	257	252	248	257	260
FCF		159	299	340	356	390
WACC		7.3%	7.7%	8.1%	8.2%	8.4%
NPV of FCF	1,297					
NPV of CV	4,074					
Enterprise Value	5,371					
Non-operating Value	952					
Debt	2,075					
Net Enterprise Value	4,154					
보통주 주당가치(원)		167,012 (b)				

자료: 금호석유, KB투자증권

WACC 산정을 위한 주요 가정

- 무위험이자율: 4.0%
- Adjusted beta: 1.07 (주간, 2년간)
- 리스크프리미엄: 6.0%
- 타인자본비용: 5.13%(회사채A- 등급 스프레드+무위험이자율)
- 영구성장률: 2.0%

손익계산서

	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	6,457	5,884	5,815	6,315	7,020
증감률 (YoY %)	12.9	(8.9)	(1.2)	8.6	11.2
매출원가	5,410	5,481	5,286	5,674	6,260
판매 및 일반관리비	208	179	179	195	217
기타	(0)	(0)	0	0	0
영업이익	839	224	350	446	544
증감률 (YoY %)	28.3	(73.3)	56.4	27.5	22.0
EBITDA	994	384	526	628	731
증감률 (YoY %)	19.2	(61.4)	37.0	19.5	16.4
이자수익	9	14	1	0	0
이자비용	140	101	69	67	62
지분법손익	73	67	41	44	47
기타	123	65	47	87	95
세전계속사업손익	758	134	289	423	529
증감률 (YoY %)	6.7	(82.4)	116.0	46.6	25.1
법인세비용	215	8	72	102	127
당기순이익	544	126	217	322	402
증감률 (YoY %)	1.3	(76.8)	72.0	48.3	25.1
순이익의 귀속					
지배주주	506	130	204	299	374
비지배주주	38	(3)	12	23	28
이익률 (%)					
영업이익률	13.0	3.8	6.0	7.1	7.8
EBITDAMA진	15.4	6.5	9.0	9.9	10.4
세전이익률	11.7	2.3	5.0	6.7	7.5
순이익률	8.4	2.1	3.7	5.1	5.7

현금흐름표

	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	668	245	332	359	498
당기순이익	544	126	217	322	402
자산상각비	155	160	176	182	187
기타비현금성손익	(53)	8	15	(39)	(42)
운전자본증감	(197)	(64)	(79)	(105)	(49)
매출채권감소 (증가)	(110)	179	(95)	(99)	(48)
재고자산감소 (증가)	(130)	13	(84)	(87)	(42)
매입채무증가 (감소)	108	(213)	95	77	37
기타	(65)	(43)	5	4	4
투자현금	(245)	(374)	(265)	(245)	(238)
단기투자자산감소 (증가)	5	0	3	(1)	(1)
장기투자증권감소 (증가)	52	3	7	15	18
설비투자	(291)	(369)	(272)	(255)	(251)
유무형자산감소 (증가)	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
재무현금	(69)	(132)	(86)	(267)	(167)
차입금증가 (감소)	(51)	(76)	(31)	(200)	(100)
자본증가 (감소)	(23)	(56)	(56)	(67)	(67)
배당금지급	23	56	56	67	67
현금 증감	354	(259)	(19)	(153)	92
총현금흐름 (Gross CF)	1,057	406	407	464	547
(-) 운전자본증가 (감소)	326	(76)	78	105	49
(-) 설비투자	291	369	272	255	251
(+) 자산매각	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
Free Cash Flow	437	111	56	103	245
(-) 기타투자	(52)	(3)	(7)	(15)	(18)
잉여현금	489	114	63	118	263

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	4,714	4,411	4,696	4,836	5,118
유동자산	2,058	1,490	1,670	1,704	1,888
현금성자산	538	268	246	94	187
매출채권	920	636	749	848	896
재고자산	582	567	656	743	785
기타	18	19	19	20	20
비유동자산	2,656	2,921	3,026	3,132	3,230
투자자산	699	763	765	796	828
유형자산	1,922	2,130	2,236	2,315	2,384
무형자산	35	28	25	21	18
부채총계	3,157	2,752	2,877	2,763	2,709
유동부채	2,713	1,438	1,490	1,471	1,413
매입채무	661	469	581	657	695
유동성이자부채	1,935	882	810	710	610
기타	116	87	100	104	109
비유동부채	444	1,314	1,387	1,292	1,297
비유동이자부채	367	1,211	1,266	1,166	1,166
기타	77	103	121	126	131
자본총계	1,557	1,658	1,819	2,074	2,409
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,274	1,528	1,863
자본조정	(32)	2	(0)	(0)	(0)
지배주주지분	1,448	1,548	1,706	1,961	2,296
순차입금	1,764	1,826	1,829	1,781	1,588
이자지급성부채	2,302	2,093	2,075	1,875	1,775

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	8.4	30.7	12.4	8.4	6.7
PBR	4.0	2.9	1.6	1.4	1.2
PSR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	7.0	15.3	8.3	6.9	5.7
배당수익률	1.2	1.5	2.5	2.5	2.9
EPS	19,824	4,252	6,508	9,612	12,050
BPS	42,176	45,364	50,188	57,914	68,024
SPS	226,341	175,679	173,627	188,565	209,622
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,300
수익성지표 (%)					
ROA	11.9	2.8	4.8	6.7	8.1
ROE	47.4	8.4	13.3	17.5	18.9
ROIC	22.3	7.8	9.2	11.2	13.0
안정성지표 (% , X)					
부채비율	202.8	166.0	158.2	133.2	112.5
순차입비율	113.3	110.1	100.6	85.9	65.9
유동비율	75.9	103.6	112.1	115.8	133.6
이자보상배율	6.4	2.5	5.2	6.7	8.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
매출채권회전율	8.3	7.6	8.4	7.9	8.1
재고자산회전율	11.8	10.2	9.5	9.0	9.2
자산/자본구조 (%)					
투자자본	68.2	72.9	74.4	77.8	76.1
차입금	59.7	55.8	53.3	47.5	42.4

주: EPS는 완전회석 EPS