금호석유 (011780.KS)

Company Analysis

2013. 1. 22

Buy (유지)

목표주가	150,000원 (상향)
현재가 ('13/1/21)	121,000원

Analyst

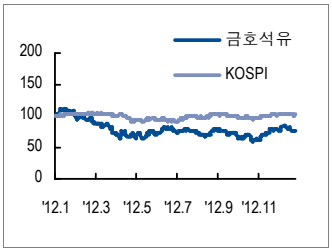
김선우
02)768-7605, anthony.kim@wooriwm.com

노근우(RA)
02)768-7580, logan.noh@wooriwm.com

업종	화학
KOSPI	1,986.86
KOSDAQ	514.66
시가총액(보통주)	3,686.6십억원
발행주식수(보통주)	30.5백만주
52주 최고가('12/02/03)	181,500원
최저가('12/11/15)	96,800원
배당수익률(2011)	1.19%
외국인지분율	12.3%
주요주주	
박찬구 외 6인	24.0%
한국산업은행	14.1%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.8	-4.7	-26.4
상대수익률	-1.4	-12.6	-27.8

Price Trend



BR 가동률 상승을 기다리며

중국 춘절 이후 실수요 회복 점검 필요. 3월 중국 정부의 정책 모멘텀 기대

- 2011년 1분기 이후 약 2년간 지속된 중국의 de-stocking으로 유통채널들의 재고확충수요 빠르게 발생. 이에 따라 PE 등 일부 석유화학제품의 재고수준은 역사적 고점을 기록하고 있는 상황. 그러나, 석유화학제품 마진의 추가 상승을 위해서는 실수요 회복이 필요한 상황
- 석유화학제품 수요가 더디게 회복되고 있어 사이클의 빠른 반등을 위해서는 3월 중국 정부의 소비확대 정책 등과 같은 강한 수요 촉발 요인이 필요

4분기 영업이익 381억원으로 전 사업 부문 부진

- 4분기 금호석유의 영업이익은 381억원을 기록하여 전분기 대비 17.1% 감소할 전망. 이에 따라 동사 종전 전망치(773억원) 및 시장 컨센서스(510억원)을 크게 하회할 전망
- 4분기 타이어 수요 부진에 따라 BR 가동률 낮은 수준(80% 내외) 지속. 유럽으로부터의 butadiene 유입에 따른 원재료 약세 및 이에 따른 투기수요 실종이 부진 요인. 한편, BPA를 생산하는 금호피앤비는 원재료인 benzene 가격 급등에 따라 BEP 수준의 부진한 실적을 기록

합성고무 사업 최악을 통과하는 중

- 4분기 실적 부진 및 타이어 수요 회복 지연에 따라 금호석유의 2013년 EPS를 5.4% 하향 조정. 반면, 금호석유의 목표주가를 기존 130,000원에서 150,000원으로 상향 조정. 이는 석유화학 사이클 저점 통과 및 위험자산 선호 현상에 따른 valuation multiple 10% 상향 조정에 기인함(2013년 target PBR 2.3배 vs. ROE 20.2%)
- Butadiene 계열의 합성고무제품 가격은 원재료 부족에 따른 생산 확대 어려움으로 경기회복시 빠르게 반등할 전망. 이에 따라 투자의견 Buy 유지

결산기 -12월	매출액 (십억원)	증감률 (%)	조정영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	지배지분순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)	순차입금 (십억원)
2010	4,957	-28.1	560	346	316	12,305	흑전	7.3	3.1	6.7	49.1	361.4	2,291
2011	6,457	30.3	839	544	506	19,391	57.6	8.6	3.9	7.1	44.5	202.8	1,762
2012E	6,105	-5.5	238	186	173	5,613	-71.1	23.2	2.4	14.2	10.7	159.3	1,707
2013F	6,994	14.6	511	430	399	12,951	130.7	9.3	1.9	8.1	20.2	142.6	1,945
2014F	7,503	7.3	662	552	514	16,653	28.6	7.3	1.5	6.6	21.5	122.1	2,110

주: K-IFRS 연결기준. 단, 영업이익은 K-GAAP기준(매출총이익 - 판관비). EPS, PER, ROE는 지배지분 순이익 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

금호석유 실적 전망 (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2011	2012E	2013F	2014F
매출액	- 수정 후	6,457.4	6,105.1	6,993.5	7,503.2
	- 수정 전		6,216.7	7,111.6	7,714.1
	- 변동률		-1.8	-1.7	-2.7
조정영업이익	- 수정 후	839.0	237.6	510.6	661.8
	- 수정 전		276.2	589.2	654.5
	- 변동률		-14.0	-13.3	1.1
EBITDA		993.6	415.5	723.7	921.3
순이익		543.8	186.3	429.6	552.3
EPS	- 수정 후	19,391	5,613	12,951	16,653
	- 수정 전		6,264	13,696	15,258
	- 변동률		-10.4	-5.4	9.1
PER		8.6	23.2	9.3	7.3
PBR		3.9	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA		7.1	14.2	8.1	6.6
ROE		44.5	10.7	20.2	21.5

주: K-IFRS 연결기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

금호석유 4분기 실적 preview (단위: 십억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E				
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	Consensus
매출액	1,489.2	1,622.6	1,584.0	1,431.5	1,466.8	-1.5	2.5	1,578.7	1,399.3
영업이익	60.4	129.3	28.8	46.0	38.1	-36.9	-17.1	77.3	51.0
세전순이익	66.0	132.3	9.7	38.2	36.0	-45.5	-5.9	86.3	48.1
순이익	14.6	29.1	-0.6	17.6	28.8	97.2	63.6	12.6	37.5

주: K-IFRS 연결기준
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2011/12A	2012/12E	2013/12F	2014/12F
매출액	**6,457**	**6,105**	**6,994**	**7,503**
증감률 (%)	30.3	-5.5	14.6	7.3
매출원가	**5,410**	**5,693**	**6,303**	**6,656**
매출총이익	**1,047**	**413**	**691**	**847**
Gross 마진 (%)	16.2	6.8	9.9	11.3
판매비와 일반관리비	208	175	180	186
조정영업이익 (GP-SG&A)	**839**	**238**	**511**	**662**
조정OP 마진 (%)	13.0	3.9	7.3	8.8
기타영업수익(비용)	3	5	5	5
EBITDA	994	415	724	921
영업이익 (reported)	842	243	516	667
OP 마진 (%)	13.0	4.0	7.4	8.9
금융수익(비용)	-157	-104	-83	-87
기타영업외손익	0	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	73	88	91	94
세전계속사업이익	**758**	**227**	**524**	**674**
법인세비용	**215**	**41**	**94**	**121**
계속사업이익	544	186	430	552
당기순이익	**544**	**186**	**430**	**552**
Net 마진 (%)	8.4	3.1	6.1	7.4
지배주주지분 순이익	506	173	399	514
비지배주주지분 순이익	38	13	30	39
기타포괄이익	-73	0	0	0
총포괄이익	470	186	430	552

VALUATION INDEX

	2011/12A	2012/12E	2013/12F	2014/12F
PER (X)	8.6	23.2	9.3	7.3
PER (High,X)	13.3	33.0	10.8	8.4
PER (Low,X)	4.6	17.0	9.3	7.2
PBR (X)	3.9	2.4	1.9	1.5
PBR (High,X)	6.0	3.4	2.2	1.8
PBR (Low,X)	2.1	1.8	1.9	1.5
PCR (X)	4.1	9.6	5.1	4.0
PSR (X)	0.7	0.7	0.5	0.5
PEG (X)	-1.7	0.4	3.6	-0.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	-0.7	0.4	3.1	-0.8
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	-1.1	0.5	1.1	-5.8
EV/EBITDA (X)	7.1	14.2	8.1	6.6
EV/EBIT (X)	8.5	24.8	11.5	9.2
Enterprise Value	7,095	5,891	5,865	6,068
EPS CAGR (3년) (%)	-4.9	59.9	2.6	-9.3
EBITPS CAGR (3년) (%)	-12.6	57.0	3.0	-9.5
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	-7.8	44.5	8.6	-1.3
주당EBIT (W)	32,577	7,797	16,759	21,722
주당EBITDA (W)	38,577	13,636	23,752	30,238
EPS (W)	19,391	5,613	12,951	16,653
BPS (W)	43,226	53,805	64,435	78,103
CFPS (W)	41,051	13,636	23,752	30,238
SPS (W)	250,712	200,379	229,539	246,266
DPS (W)	2,000	672	1,551	1,994

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2011/12A	2012/12E	2013/12F	2014/12F
영업활동 현금흐름	**670**	**287**	**450**	**661**
당기순이익	544	186	430	552
+ 유/무형자산상각비	155	178	213	259
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-73	-88	-91	-94
+ 외화환산손실(이익)	4	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	2	0	0	0
Gross Cash Flow	1,057	415	724	921
- 운전자본의증가(감소)	-196	11	-102	-57
투자활동 현금흐름	**-246**	**-374**	**-674**	**-785**
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-291	-493	-666	-822
+ 투자자산의매각(취득)	22	126	-3	40
Free Cash Flow	378	-206	-216	-161
Net Cash Flow	423	-87	-224	-124
재무활동현금흐름	**-69**	**99**	**93**	**21**
자기자본 증가	211	200	0	0
부채증감	-280	-101	93	21
현금의증가	354	12	-131	-103
기말현금 및 현금성자산	505	517	387	283
기말 순부채(순현금)	1,762	1,707	1,945	2,110

RIM & EVA

	2011/12A	2012/12E	2013/12F	2014/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	34.6	0.7	11.3	12.6
Residual Income	393.2	10.7	201.4	274.9
12M RIM Target Price (W)	146,979			
EVA				
투하자본	2,442.0	2,778.1	3,319.1	3,932.5
세후영업이익	723.5	183.5	424.1	545.8
투하자본이익률 (%)	32.0	7.0	13.9	15.1
투하자본이익률 - WACC (%)	25.9	0.7	8.3	9.3
EVA	633.0	18.2	276.7	363.9
DCF				
EBIT	839.0	237.6	510.6	661.8
+ 유/무형자산상각비	155	178	213	259
- CAPEX	-291.1	-493.0	-666.4	-822.3
- 운전자본증가(감소)	-177.6	-21.6	-87.7	-50.6
Free Cash Flow for Firm	642.7	-98.8	53.1	30.5
WACC				
타인자본비용 (COD)	4.2	4.1	3.3	3.3
자기자본비용 (COE)	9.9	10.0	8.8	8.9
WACC(%)	6.1	6.4	5.6	5.8

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2011/12A	2012/12E	2013/12F	2014/12F
현금및현금성자산	505	517	387	283
매출채권	887	839	961	1,031
유동자산	**2,058**	**2,048**	**2,116**	**2,128**
유형자산	1,922	2,244	2,703	3,270
투자자산	683	645	739	793
비유동자산	**2,656**	**2,943**	**3,490**	**4,107**
자산총계	**4,714**	**4,990**	**5,606**	**6,234**
단기성부채	1,935	1,891	2,003	2,067
매입채무	428	405	464	497
유동부채	**2,713**	**2,626**	**2,845**	**2,971**
장기성부채	367	366	366	366
장기충당부채	26	25	29	31
비유동부채	**444**	**439**	**450**	**456**
부채총계	**3,157**	**3,066**	**3,295**	**3,427**
자본금	167	193	193	193
자본잉여금	265	440	440	440
이익잉여금	1,047	1,201	1,557	2,015
비지배주주지분	109	122	153	191
자본총계	**1,557**	**1,924**	**2,311**	**2,807**

PROFITABILITY & STABILITY

	2011/12A	2012/12E	2013/12F	2014/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	44.5	10.7	20.2	21.5
총자산이익률 (ROA) (%)	12.3	3.8	8.1	9.3
투하자본이익률 (ROIC) (%)	32.0	7.0	13.9	15.1
EBITDA/ 자기자본 (%)	63.8	21.6	31.3	32.8
EBITDA/ 총자산 (%)	21.1	8.3	12.9	14.8
배당수익률 (%)	1.2	0.5	1.3	1.6
배당성향 (%)	9.8	9.7	9.7	9.7
총현금배당금 (십억원)	56	19	43	56
보통주 주당현금배당금(W)	2,000	672	1,551	1,994
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	113.2	88.7	84.2	75.2
총부채/ 자기자본 (%)	202.8	159.3	142.6	122.1
순이자비용/ 매출액 (%)	2.2	1.9	1.3	1.3
EBIT/ 순이자비용 (X)	6.0	2.1	5.5	6.9
유동비율 (%)	75.9	78.0	74.4	71.6
당좌비율 (%)	54.4	54.7	50.6	47.5
총발행주식수 (mn)	33	33	33	33
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	167,500	130,500	121,000	121,000
시가총액 (십억원)	5,224	4,062	3,767	3,767