

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827

Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,109 억원
주요주주	
한국산업은행	14.05%
외국인지분율	17.60%
배당수익률	120%

Stock Data

주가(16/09/26)	66,000 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.54
52주 최고가	74,800 원
52주 최저가	47,850 원
60일 평균 거래대금	87 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.0%	-9.2%
6개월	6.8%	3.7%
12개월	29.2%	22.3%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(유지))

3Q16 preview: 고무랠리를 기다리며

3Q OP는 479 억원으로 추정되어 컨센서스를 -9.9% 하회할 것으로 판단함. 합성고무 사업부는 여전히 낮은 이익 수준이 유지되고 있고, 열병합 발전의 증설효과 또한 기대할 상황은 아직 아님. 단 SK 증권 리서치센터는 Soft commodity 전반, 특히 그 중에서도 고무가격의 상승 가능성을 높게 탐진하고 있으며, 이와 같은 rally 가 나오게 될 경우 금호석유는 이익과 주기에 호재가 될 것이기 때문에 현 시점에서 투자매력 높다고 판단함

3Q16 추정 영업이익 479 억원(QoQ -26.7% / YoY +6.4%)

9/23 기준 시장 컨센서스 532 억원을 -9.9% 하회하는 수준일 것으로 판단함. 합성고무 사업부의 이익은 여전히 낮은 수준이 유지되고 있는 것으로 판단함. SBR 가격은 5 월 평균 \$1,515/t 까지 상승했지만, 이후 9 월 평균 \$1,390/t 까지 하락세를 보였음. SK 증권 리서치센터가 6 월(화학 cycle 관련), 8 월(천연고무 관련), 9 월(soft commodity 전반 관련) 3 차례 보고서를 통해 제시한 고무 rally 는 아직까지 시현되지 않은 것으로 파악됨. 열병합 발전은 SMP 의 소폭 상승이 있었지만 역시 증설효과는 크게 보이지 않고 있음.

결국 고무가격은 오른다

상기에서 언급한 3 차례 보고서의 key logic 은 결국 ① 15 년이 cycle period(주기)인 석유 대비 5 년에 불과한 soft commodity 의 small cycle 진입 시점, ② cycle 의 핵심 변위인 capacity(농작물의 경우 harvest area)의 감소구간 진입, ③ 엘니뇨 → 라니냐 진입 구간에서 나타나는 동남아시아 주요 soft commodity(쌀, 고무)의 상승 rally 로 요약할 수 있음. 본격적인 capacity 증분의 감소추세가 나타나는 16 년말/17 년초 고무가격 주목. (자세한 내용은 9/26 보고서 “곡물랠리의 해법: 영국 물가체” 참조 바람)

목표주가 80,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 역사적으로 고무 가격의 상승기에는 동사의 이익과 주가 랠리가 나타났었음. 따라서 상기 logic 에 의거할 때 금호석유의 현재 주가 수준이라면 충분히 투자매력 있는 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	5,132.1	4,765.7	3,934.5	3,775.3	3,935.2	3,909.0
yoY	%	(12.8)	(7.1)	(17.4)	(4.0)	4.2	(0.7)
영업이익	십억원	134.2	184.9	164.0	192.1	292.5	384.9
yoY	%	(40.0)	37.7	(11.3)	17.2	52.2	31.6
EBITDA	십억원	308.6	362.5	339.9	388.4	497.4	589.8
세전이익	십억원	(70.5)	117.2	169.6	184.5	288.3	383.8
순이익(지배주주)	십억원	(12.3)	93.2	118.9	133.0	212.4	282.7
영업이익률%	%	2.6	3.9	4.2	5.1	7.4	9.8
EBITDA%	%	6.0	7.6	8.6	10.3	12.6	15.1
순이익률	%	(1.4)	2.5	4.3	4.9	7.3	9.8
EPS	원	(558)	2,904	3,818	4,364	6,971	9,280
PER	배	(170.5)	27.8	13.6	15.1	9.5	7.1
PBR	배	22	1.7	1.1	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	15.7	12.0	10.1	9.9	7.6	3.6
ROE	%	(0.8)	6.1	7.6	8.3	12.0	13.9
순차입금	십억원	1,849	1,768	1,746	1,762	1,676	1,473
부채비율	%	170.0	170.3	153.1	152.9	136.9	118.5

3Q16 preview

(단위 %, 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	963.8	871.5	871.5	1,011.5	996.3	3.4	(1.5)	995.8	0.0
영업이익	45.0	(0.4)	46.3	65.4	47.9	6.4	(26.7)	53.2	(9.9)
세전이익	35.8	9.1	50.9	66.1	41.8	16.8	(36.8)	54.2	(23.0)
지배순이익	26.7	1.6	38.2	45.0	30.8	15.2	(31.6)	43.8	(29.7)
영업이익률	4.7	(0.0)	5.3	6.5	4.8	0.1	(1.7)	5.3	(0.5)
세전이익률	3.7	1.0	5.8	6.5	4.2	0.5	(2.3)	5.4	(1.3)
지배주주순이익률	2.8	0.2	4.4	4.4	3.1	0.3	(1.4)	4.4	(1.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	10.7%	ROE(지배주주지분)	7.6%	9.4%	12.3%	12.7%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%					
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.59					
2Q17E EPS(지배주주지분)	53,030					
Target Price	84,209					

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	3,818	5,386	8,073	9,630	10,447
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,279				
2Q17E EPS	5,386				
2Q18E EPS	8,073				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	65,507	72,785	80,064	87,342	94,621	101,899	109,178	116,456	123,735	131,013
TP by 2Q17E EPS	48,477	53,863	59,249	64,636	70,022	75,408	80,794	86,181	91,567	96,953
TP by 2Q18E EPS	72,660	80,734	88,807	96,880	104,954	113,027	121,101	129,174	137,247	145,321

자료: 금호석유, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	3,934.5	3,337.7	3,376.1	3,934.5	3,775.3	3,935.2	0.0%	13.1%	16.6%
YoY %	-17.4%	-15.2%	1.1%	-17.4%	-4.0%	4.2%			
영업이익	164.0	208.6	300.8	164.0	192.1	292.5	0.0%	-7.9%	-2.8%
YoY %	-11.3%	27.2%	44.2%	-11.3%	17.2%	52.2%			
EBITDA	339.9	379.0	471.2	339.9	388.4	497.4	0.0%	2.5%	5.6%
YoY %	-6.2%	11.5%	24.3%	-6.2%	14.3%	28.1%			
순이익	118.9	148.2	213.4	118.9	133.0	212.4	0.0%	-10.3%	-0.5%
YoY %	27.6%	24.6%	44.0%	27.6%	11.8%	59.8%			

자료: 금호석유, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	815.1	717.3	840.8	863.2	996.3	896.0	988.1	1,004.3	22.2%	24.9%	17.5%	16.3%
YoY %	-15.4%	-17.7%	-3.5%	-7.6%	3.4%	28%	13.4%	-0.7%				
QoQ %	-12.7%	-12.0%	17.2%	2.7%	-1.5%	-10.1%	10.3%	1.6%				
영업이익	62.3	48.2	74.7	83.1	47.9	32.5	75.4	81.6	-23.0%	-32.6%	1.0%	-1.8%
YoY %	38.3%	흑전	61.3%	60.5%	6.4%	흑전	62.9%	24.8%				
QoQ %	20.2%	-22.5%	54.9%	11.3%	-26.7%	-32.2%	132.1%	8.2%				
EBITDA	104.9	90.8	117.3	125.7	99.1	83.7	126.7	132.8	-5.4%	-7.8%	8.0%	5.6%
YoY %	18.1%	111.8%	31.9%	33.2%	11.7%	95.2%	42.5%	13.9%				
QoQ %	11.1%	-13.4%	29.1%	7.2%	-15.0%	-15.5%	51.3%	4.9%				
순이익	43.7	32.1	52.6	59.9	30.8	19.0	54.6	59.7	-29.6%	-40.9%	3.8%	-0.2%
YoY %	63.6%	195.79%	37.6%	75.1%	15.2%	1117.0%	42.8%	32.9%				
QoQ %	27.8%	-26.6%	63.9%	13.8%	-31.6%	-38.3%	187.7%	9.4%				

자료: 금호석유, SK 증권

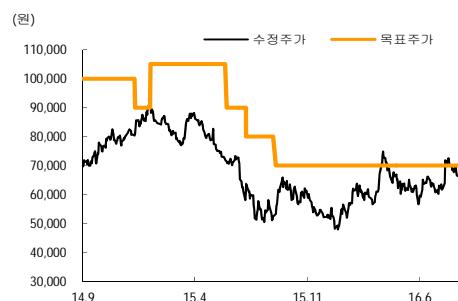
투자의견변경

일시

투자의견

목표주가

2016.09.27	매수	80,000원
2016.06.27	매수	80,000원
2016.03.27	매수	70,000원
2016.02.11	매수	70,000원
2016.01.05	매수	70,000원
2015.10.25	매수	70,000원
2015.09.30	매수	70,000원
2015.08.05	매수	80,000원
2015.06.29	매수	90,000원
2015.03.29	매수	105,000원
2015.02.04	매수	105,000원
2015.01.06	매수	90,000원
2014.10.21	매수	100,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 27일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,401.4	967.6	1,031.5	1,174.8	1,359.6
현금및현금성자산	213.6	47.3	149.4	236.0	439.1
매출채권및기타채권	625.8	471.2	461.2	493.2	482.9
재고자산	529.3	394.7	358.4	382.2	374.6
비유동자산	3,035.9	3,243.0	3,439.2	3,549.1	3,656.9
장기금융자산	344.5	260.6	234.7	234.7	234.7
유형자산	2,261.0	2,505.7	2,721.4	2,831.3	2,939.1
무형자산	16.2	16.2	18.7	18.7	18.7
자산총계	4,437.3	4,210.6	4,470.7	4,723.9	5,016.5
유동부채	1,739.4	1,541.3	1,703.7	1,730.5	1,721.9
단기금융부채	1,177.2	1,032.3	1,211.0	1,211.0	1,211.0
매입채무 및 기타채무	488.4	441.0	404.2	431.0	422.4
단기충당부채	0.4	8.0	6.7	6.7	6.7
비유동부채	1,056.3	1,005.5	999.1	999.1	999.1
장기금융부채	973.2	883.9	864.2	864.2	864.2
장기매입채무 및 기타채무	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,795.7	2,546.8	2,702.8	2,729.6	2,721.0
지배주주지분	1,559.4	1,556.5	1,654.1	1,880.4	2,181.7
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.2	267.8	266.5	266.5	266.5
기타자본구성요소	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)
자기주식	(40.3)	(40.3)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1,102.6	1,145.7	1,260.4	1,486.8	1,788.1
비지배주주지분	82.2	107.3	113.8	113.8	113.8
자본총계	1,641.6	1,663.7	1,767.9	1,994.2	2,295.5
부채와자본총계	4,437.3	4,210.6	4,470.7	4,723.9	5,016.5

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	320.0	483.2	444.8	490.4	615.3
당기순이익(순실)	88.3	121.9	139.3	226.3	301.3
비현금성항목등	301.6	229.7	284.6	301.9	301.9
유형자산감가상각비	177.6	175.9	196.3	204.9	204.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(124.0)	(53.7)	(88.3)	(96.9)	(96.9)
운전자본감소(증가)	11.8	217.4	53.4	(37.8)	12.2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(7.9)	111.7	(4.7)	(29.2)	9.4
재고자산감소(증가)	9.3	134.6	36.3	(23.8)	7.7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6.1	(72.9)	10.5	15.3	(4.9)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	28.9	47.8	66.9	72.5	72.5
투자활동현금흐름	(231.3)	(391.3)	(316.8)	(314.8)	(312.7)
금융자산감소(증가)	35.5	5.2	7.3	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(253.7)	(388.9)	(328.1)	(314.8)	(312.7)
무형자산감소(증가)	0.4	(1.6)	(0.2)	0.0	0.0
기타	(13.5)	(6.0)	4.2	0.0	0.0
재무활동현금흐름	41.5	(258.4)	452	0.0	0.0
단기금융부채증가(감소)	(125.8)	(470.7)	329	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	209.3	254.1	40.5	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.5	0.8	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	42.0	42.0	22.5	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	130.3	(166.4)	102.1	86.6	203.1
기초현금	83.3	213.6	47.3	149.4	236.0
기말현금	213.6	47.3	149.4	236.0	439.1
FCF	128.6	64.0	71.7	89.8	204.0

자료 : 금호석유 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,765.7	3,934.5	3,775.3	3,935.2	3,909.0
매출원가	4,418.7	3,600.6	3,423.9	3,480.2	3,362.6
매출총이익	347.0	333.9	351.3	455.0	546.4
매출총이익률 (%)	7.3	8.5	9.3	11.6	14.0
판매비와관리비	162.1	170.0	159.2	162.5	161.5
영업이익	184.9	164.0	192.1	292.5	384.9
영업이익률 (%)	3.9	4.2	5.1	7.4	9.8
비영업수익	(67.6)	5.7	(7.6)	(4.1)	(1.1)
순금융비용	11.5	22.0	10.9	7.3	13.8
외환관련손익	(12.1)	(22.3)	0.5	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	11.9	54.0	30.7	44.8	41.3
세전계속사업이익	117.2	169.6	184.5	288.3	383.8
세전계속사업이익률 (%)	2.5	4.3	4.9	7.3	9.8
계속사업법인세	28.9	47.8	45.2	62.0	82.5
계속사업이익	88.3	121.9	139.3	226.3	301.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	88.3	121.9	139.3	226.3	301.3
순이익률 (%)	1.9	3.1	3.7	5.8	7.7
지배주주	93.2	118.9	133.0	212.4	282.7
지배주주기록 순이익률(%)	2.0	3.0	3.5	5.4	7.2
비지배주주	(4.8)	30	64	139	186
총포괄이익	123.7	58.3	129.1	226.3	301.3
지배주주	126.6	56.0	124.6	212.4	282.7
비지배주주	(2.9)	2.2	4.6	13.9	18.6
EBITDA	362.5	339.9	388.4	497.4	589.8

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(7.1)	(17.4)	(4.0)	42	(0.7)
영업이익	37.7	(11.3)	17.2	52.2	31.6
세전계속사업이익	흑전	44.7	8.8	56.3	33.1
EBITDA	17.4	(6.2)	14.3	28.1	18.6
EPS(계속사업)	흑전	31.5	14.3	59.8	33.1
수익성 (%)					
ROE	6.1	7.6	8.3	12.0	13.9
ROA	2.0	2.8	3.2	4.9	6.2
EBITDA마진	7.6	8.6	10.3	12.6	15.1
안정성 (%)					
유동비율	80.6	62.8	60.5	67.9	79.0
부채비율	170.3	153.1	152.9	136.9	118.5
순차입금/자기자본	107.7	104.9	99.7	84.0	64.2
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	0.3	0.5	0.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,904	3,818	4,364	6,971	9,280
BPS	46,600	46,563	49,392	56,150	65,146
CFPS	9,462	8,770	10,205	12,974	15,140
주당 현금배당금	1,500	800	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	13.6	15.1	9.5	7.1
PER(최저)	1.7	1.1	1.3	1.2	1.0
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR	8.5	5.9	6.5	5.1	4.4
EV/EBITDA(최고)	12.0	101	9.9	7.6	3.6
EV/EBITDA(최저)					