

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	18,951 억원
주요주주	
박철완(외6)	24.61%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분율	16.90%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(16/08/15)	62,200 원
KOSPI	2050.47 pt
52주 Beta	1.67
52주 최고가	74,800 원
52주 최저가	47,850 원
60일 평균 거래대금	72 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.8%	-5.6%
6개월	19.9%	7.3%
12개월	6.1%	2.3%

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

오랫동안 기다려온 Rubber rally 가 다가온다

10년 이상 단위로 유지되는 유기의 장기 하락 cycle 이 진행 중이지만, 앞으로 5년 내외 기간에서 soft commodity 중심의 small cycle, 즉 단기 상승국면 가능함. 그 중 cycle 형성의 핵심요인인 잉여공급능력 급감한 고무 rally 기대됨. 고무 rally 에서는 금호석유의 이익과 주가 매력이 부각되며, 특히 과거 대비 합성고무의 생산능력이 증대되어 있기 때문에 증익 폭 과거보다 클 것임. Valuation 매력이 높다는 것도 주목할 부분임

고무의 small cycle 이 기대되는 시점

통상 대다수의 commodity 는 석유의 큰 cycle 과 동행을 함. 다만 cycle 의 period(주기)는 제품마다 다른 특성을 보이는데, 석유가 15년 단위의 길고 깊은 특성을 보인다면, 천연고무를 위시한 soft commodity 는 약 5년 내외의 짧고 잔파동이 많은 특성을 보임. 현재 천연고무와 합성고무 모두 cycle 의 핵심요인인 재배면적/생산능력 급감을 2020년까지 맞이할 것으로 보여, 차후 천연고무 가격의 small cycle 을 기대할 수 있음.

2011년 Rubber rally 때의 금호석유를 기억하시나요?

과거 천연/합성고무 가격의 상승은 금호석유의 이익 급증, 동반한 주가 강세로 연결되었음. 화학은 전형적인 B2B 업종으로서 원재료 가격 상승 시 spread 불문하고 제품가격이 동반 상승하며 일단 이익 강세가 시현됨. 특히 동사는 합성고무 생산능력이 2008년 대비 +68.4%, 2011년 대비 +30.9% 급증해 있기에, 시황 회복에 따른 가동률 정상화가 이루어질 경우 증익 폭이 과거보다 커질 것으로 판단함

목표주가 70,000 원 → 80,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2017년 이익 추정치를 이전대비 +11.3% 상향 조정하였으며, 이를 반영해 목표주가 역시 상향함. 역사적 저점에 근접한 PBR, 역시 10년 전 수준으로 회귀해 있는 이익에 대한 시장 컨센서스는 valuation 매력도 높임. SK증권 리서치센터는 6/27 자료 “cycle 산업에 new-normal 은 없다”를 통해 rubber rally 에서 금호석유의 매력을 이미 분석했으며, 그러한 분석 방향은 지금까지도 유지 중임. 자세한 내용은 산업분석 본문 참조

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	5,132.1	4,765.7	3,934.5	3,337.7	3,376.1	3,293.1
yoY	%	(12.8)	(7.1)	(17.4)	(15.2)	1.1	(2.5)
영업이익	십억원	134.2	184.9	164.0	208.6	300.8	325.1
yoY	%	(40.0)	37.7	(11.3)	27.2	44.2	8.1
EBITDA	십억원	308.6	362.5	339.9	379.0	471.2	495.5
세전이익	십억원	(70.5)	117.2	169.6	193.3	276.5	298.6
순이익(자자주주)	십억원	(12.3)	93.2	118.9	148.2	213.4	230.5
영업이익률%	%	2.6	3.9	4.2	6.2	8.9	9.9
EBITDA%	%	6.0	7.6	8.6	11.4	14.0	15.0
순이익률	%	(1.4)	2.5	4.3	5.8	8.2	9.1
EPS	원	(558)	2,904	3,749	4,864	7,005	7,566
PER	배	(1705)	27.8	13.9	12.8	8.9	8.2
PBR	배	2.2	1.7	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	15.7	12.0	10.1	9.6	7.6	4.0
ROE	%	(0.8)	6.1	7.6	9.2	12.0	11.6
순차입금	십억원	1,849	1,768	1,746	1,663	1,612	1,448
부채비율	%	170.0	170.3	153.1	142.9	130.2	115.6

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	10.6%		ROE(지배주주지분)	7.6%	10.8%	11.3%	10.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%		Target ROE	10.6%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.56						
2Q17E EPS(지배주주지분)	53,295						
Target Price	83,145						

자료: 금호석유, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	3,749	6,179	7,338	7,583	8,007
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,874				
2Q17E EPS	6,179				
2Q18E EPS	7,338				

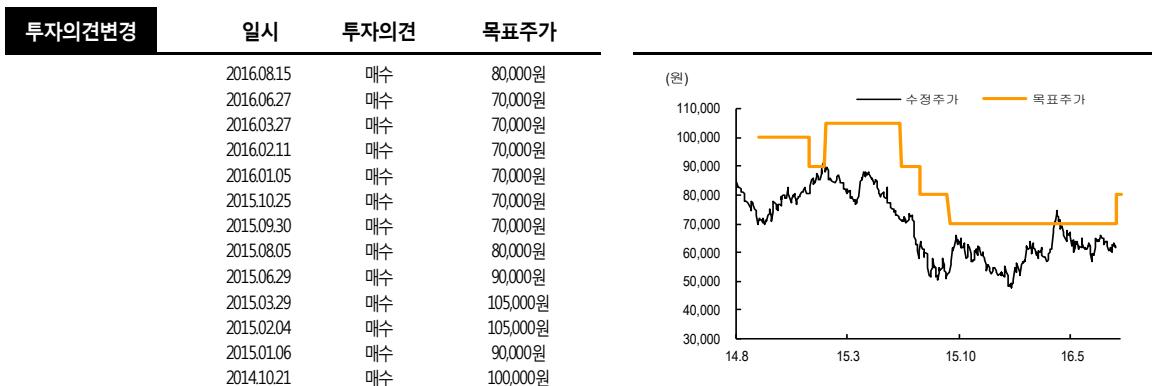
Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	61,867	68,741	75,615	82,489	89,364	96,238	103,112	109,986	116,860	123,734
TP by 2Q17E EPS	55,607	61,785	67,964	74,142	80,321	86,500	92,678	98,857	105,035	111,214
TP by 2Q18E EPS	66,041	73,379	80,717	88,055	95,393	102,731	110,069	117,407	124,745	132,083

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	3,337.7	3,376.1	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-17.4%	-15.2%	1.1%	-17.4%	-15.2%	1.1%			
영입이익	164.0	208.6	270.3	164.0	208.6	300.8	0.0%	0.0%	11.3%
YoY %	-11.3%	27.2%	29.6%	-11.3%	27.2%	44.2%			
EBITDA	339.9	379.0	440.7	339.9	379.0	471.2	0.0%	0.0%	6.9%
YoY %	-6.2%	11.5%	16.3%	-6.2%	11.5%	24.3%			
순이익	118.9	148.2	194.6	118.9	148.2	213.4	0.0%	0.0%	9.7%
YoY %	27.6%	24.6%	31.3%	27.6%	24.6%	44.0%			

자료: 금호석유, SK 증권



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 8월 15일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,401.4	967.6	905.3	1,074.7	1,190.9
현금및현금성자산	213.6	47.3	151.0	202.2	366.3
매출채권및기타채권	625.8	471.2	364.9	426.9	401.7
재고자산	529.3	394.7	322.4	376.0	354.2
비유동자산	3,035.9	3,243.0	3,389.7	3,489.4	3,582.4
장기금융자산	344.5	260.6	263.8	263.8	263.8
유형자산	2,261.0	2,505.7	2,648.8	2,748.4	2,841.4
무형자산	16.2	16.2	15.9	15.9	15.9
자산총계	4,437.3	4,210.6	4,295.1	4,564.1	4,773.3
유동부채	1,739.4	1,541.3	1,597.4	1,652.2	1,630.0
단기금융부채	1,177.2	1,032.3	1,191.3	1,191.3	1,191.3
매입채무 및 기타채무	488.4	441.0	330.0	384.8	362.6
단기충당부채	0.4	8.0	5.4	5.4	5.4
비유동부채	1,056.3	1,005.5	929.1	929.1	929.1
장기금융부채	973.2	883.9	799.9	799.9	799.9
장기매입채무 및 기타채무	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
부채총계	2,795.7	2,546.8	2,526.6	2,581.4	2,559.1
지배주주지분	1,559.4	1,556.5	1,665.6	1,879.9	2,111.3
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.2	267.8	266.6	266.6	266.6
기타자본구성요소	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)	(40.3)
자기주식	(40.3)	(40.3)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	1,102.6	1,145.7	1,271.9	1,486.1	1,717.6
비지배주주지분	82.2	107.3	102.9	102.9	102.9
자본총계	1,641.6	1,663.7	1,768.5	1,982.7	2,214.2
부채와자본총계	4,437.3	4,210.6	4,295.1	4,564.1	4,773.3

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	320.0	483.2	479.9	373.6	504.7
당기순이익(손실)	88.3	121.9	148.8	214.2	231.4
비현금성항목등	301.6	229.7	234.7	240.4	240.4
유형자산감가상각비	177.6	175.9	170.4	170.4	170.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(124.0)	(53.7)	(64.3)	(69.9)	(69.9)
운전자본감소(증가)	11.8	217.4	107.4	(81.0)	32.9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(7.9)	111.7	97.1	(56.2)	22.8
재고자산감소(증가)	9.3	134.6	72.2	(53.5)	21.8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6.1	(72.9)	(46.5)	28.7	(11.7)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	28.9	47.8	50.1	50.1	50.1
투자활동현금흐름	(231.3)	(391.3)	(338.6)	(270.1)	(263.4)
금융자산감소(증가)	35.5	5.2	(3.4)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(253.7)	(388.9)	(329.8)	(270.1)	(263.4)
무형자산감소(증가)	0.4	(1.6)	(0.3)	0.0	0.0
기타	(13.5)	(6.0)	(5.2)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	41.5	(258.4)	63.7	0.0	0.0
단기금융부채증가(감소)	(125.8)	(470.7)	27.8	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	209.3	254.1	58.4	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)	103.7	51.2	164.2
기초현금	83.3	213.6	47.3	151.0	202.2
기말현금	213.6	47.3	151.0	202.2	366.3
FCF	128.6	64.0	118.0	70.1	184.7

자료 : 금호석유 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,765.7	3,934.5	3,337.7	3,376.1	3,293.1
매출원가	4,418.7	3,600.6	2,978.7	2,923.1	2,819.6
매출총이익	347.0	333.9	358.9	452.9	473.4
매출총이익률 (%)	7.3	8.5	10.8	13.4	14.4
판매비와관리비	162.1	170.0	150.4	152.1	148.4
영업이익	184.9	164.0	208.6	300.8	325.1
영업이익률 (%)	3.9	4.2	6.2	8.9	9.9
비영업순익	(67.6)	5.7	(15.2)	(24.3)	(26.5)
순금융비용	11.5	22.0	5.3	6.3	11.9
외환관련손익	(12.1)	(22.3)	3.9	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	11.9	54.0	42.1	42.4	34.7
세전계속사업이익	117.2	169.6	193.3	276.5	298.6
세전계속사업이익률 (%)	2.5	4.3	5.8	8.2	9.1
계속사업법인세	28.9	47.8	44.6	62.2	67.2
계속사업이익	88.3	121.9	148.8	214.2	231.4
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	148.8	214.2	231.4
순이익률 (%)	1.9	3.1	4.5	6.3	7.0
지배주주	93.2	118.9	148.2	213.4	230.5
지배주주구속 순이익률(%)	2.0	3.0	4.4	6.3	7.0
비지배주주	(4.8)	3.0	0.6	0.8	0.9
총포괄이익	123.7	58.3	157.2	214.2	231.4
지배주주	126.6	56.0	157.3	213.4	230.5
비지배주주	(2.9)	2.2	(0.1)	0.8	0.9
EBITDA	362.5	339.9	379.0	471.2	495.5

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(7.1)	(17.4)	(15.2)	1.1	(2.5)
영업이익	37.7	(11.3)	27.2	44.2	8.1
세전계속사업이익		44.7	14.0	43.0	8.0
EBITDA	17.4	(6.2)	11.5	24.3	5.2
EPS(계속사업)		29.1	29.8	44.0	8.0
수익성 (%)					
ROE		6.1	7.6	9.2	11.6
ROA		2.0	2.8	3.5	5.0
EBITDA마진		7.6	8.6	11.4	14.0
안정성 (%)					
유동비율		80.6	62.8	56.7	73.1
부채비율		170.3	153.1	142.9	130.2
순차입금/자기자본		107.7	104.9	94.0	81.3
EBITDA/이자비용(배)		0.3	(0.1)	0.2	0.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)		2,904	3,749	4,864	7,005
BPS		46,600	46,563	49,924	56,322
CFPS		9,462	8,770	9,886	12,049
주당 현금배당금		1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		27.8	13.9	12.8	8.2
PER(최저)		1.7	1.1	1.2	1.0
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR		8.5	5.9	6.3	5.2
EV/EBITDA(최고)		12.0	101	9.6	4.0
EV/EBITDA(최저)		4.1	4.3	12.7	6.7