

금호석유(011780/KS)

Cycle 은 때가 되면 돌아온다

매수(유지)

T.P 70,000 원(유지)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

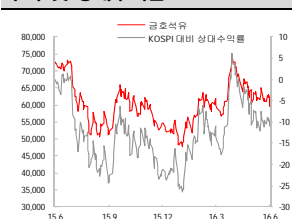
Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,159 억원
주요주주	
박철완(외5)	24.59%
금호석유 자사주	18.35%
외국인지분률	15.80%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(16/06/26)	59,600 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.63
52주 최고가	74,800 원
52주 최저가	47,850 원
60일 평균 거래대금	125 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.0%	-0.4%
6개월	9.0%	12.7%
12개월	-17.9%	-11.1%

2 분기 영업이익은 518 억원으로 컨센서스와 크게 다르지 않을 것으로 추정함. 여전히 합성고무/수지/에너지 등 대다수 사업부 개선여지 크게 보이지 않음. 그렇지만 3 년 장기 전망을 한 본 보고서에 의하면 2017 년부터는 BD 3yrs capacity CAGR 이 15 년 평균선을 하회하며 기조적 '공급축소'에 놓일 것으로 판단함. 결국 합성고무 시장계열의 up-cycle 은 올 것이며 이는 당사에 호재임

2Q16 preview: 영업이익 518 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 486 억원과 대동소이한 실적 수준을 추정함. QoQ + 11.8%, YoY -19.3%에 해당함. 전체적인 사업부에서 여전히 모멘텀을 찾기는 어려울 것으로 판단함. 수익의 핵심이 되는 합성고무 사업부는 4~5 월 가격 반등이 있었지만 6 월 후 공급과잉 우려로 천연/합성고무 가격 모두 하락했음

결국은 올라 올 수밖에 없다

SK 증권 리서치센터는 본 보고서를 통해서 결국 부타디엔은 공급축소 국면에 본격적으로 진입하면서 가격이 상승할 수밖에 없고, 이는 합성고무 계열 전반에 호재로 작용할 것임을 분석했음. 지금까지 몇 차례 기대에도 불구하고 시장 회복은 발생하지 않았지만, 17 년 후로는 반등 가능성 높게 타진함(본문 참조)

목표주가 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

합성고무 시장 회복에 따른 이익 개선 효과는 2017 년부터 나타날 것으로 판단함. 이유는 본문에서 분석한 바와 같이 BD capacity 3yrs CAGR 이 15 년 평균인 3.2% 이하로 떨어지는 것은 2017 년(2.4%)부터 발생하기 때문임. 당장의 가시적 이익개선 기대 어렵지만 차후 실적추정 상향 여지 높음

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	270.3	295.3
yoy	%	(40.0)	37.7	(11.3)	27.2	29.6	9.2
EBITDA	십억원	308.6	362.5	339.9	379.0	440.7	465.7
세전이익	십억원	(70.5)	117.2	169.6	193.3	252.0	284.8
순이익(지배주주)	십억원	(12.3)	93.2	118.9	148.2	194.6	219.9
영업이익률%	%	2.6	3.9	4.2	6.2	8.0	9.0
EBITDA%	%	6.0	7.6	8.6	11.4	13.1	14.1
순이익률	%	(1.4)	2.5	4.3	5.8	7.5	8.6
EPS	원	(558)	2,904	3,749	4,864	6,386	7,217
PER	배	(170.5)	27.8	13.9	12.3	9.3	8.3
PBR	배	2.2	1.7	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	15.7	12.0	10.1	9.4	8.0	4.1
ROE	%	(0.8)	6.1	7.6	9.2	11.0	11.2
순차입금	십억원	1,849	1,768	1,746	1,663	1,631	1,477
부채비율	%	170.0	170.3	153.1	142.9	131.4	117.1

2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	1,079.1	963.8	871.5	871.5	933.8	(13.5)	7.1	953.0	(2.0)
영업이익	64.1	45.0	(0.4)	46.3	51.8	(19.3)	11.8	48.6	6.5
세전이익	69.2	35.8	9.1	50.9	44.3	(36.0)	(13.0)	46.7	(5.1)
지배순이익	49.2	26.7	1.6	38.2	34.2	(30.5)	(10.6)	34.6	(1.2)
영업이익률	5.9	4.7	(0.0)	5.3	5.5	(0.4)	0.2	5.1	0.4
세전이익률	6.4	3.7	1.0	5.8	4.7	(1.7)	(1.1)	4.9	(0.2)
지배주주순이익률	4.6	2.8	0.2	4.4	3.7	(0.9)	(0.7)	3.6	0.0

자료: 금호석유, SK 증권

연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	3,934.6	3,822.5	3,732.8	3,934.5	3,337.7	3,376.1	0.0%	-12.7%	-9.6%
YoY %	-17.4%	-2.8%	-2.3%	-17.4%	-15.2%	1.1%			
영업이익	163.9	227.3	309.5	164.0	208.6	270.3	0.0%	-8.2%	-12.7%
YoY %	-11.4%	38.7%	36.1%	-11.3%	27.2%	29.6%			
EBITDA	340.2	402.2	484.4	339.9	379.0	440.7	-0.1%	-5.8%	-9.0%
YoY %	-6.1%	18.2%	20.4%	-6.2%	11.5%	16.3%			
순이익	125.5	120.4	189.8	118.9	148.2	194.6	-5.3%	23.1%	2.5%
YoY %	34.7%	-4.1%	57.7%	27.6%	24.6%	31.3%			

자료: 금호석유, SK 증권

분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	990.2	984.6	897.4	940.6	933.8	815.1	717.3	840.8	-5.7%	-17.2%	-20.1%	-10.6%
YoY %	-8.2%	2.2%	3.0%	-1.0%	-13.5%	-15.4%	-17.7%	-3.5%				
QoQ %	4.2%	-0.6%	-8.9%	4.8%	7.1%	-12.7%	-12.0%	17.2%				
영업이익	72.2	74.1	42.8	80.3	51.8	62.3	48.2	67.1	-28.2%	-15.9%	12.8%	-16.5%
YoY %	12.5%	64.5%	후전	109%	-19.3%	38.3%	후전	44.8%				
QoQ %	88.2%	2.6%	-42.3%	87.8%	11.8%	20.2%	-22.5%	39.1%				
EBITDA	115.9	117.8	86.5	124.0	94.4	104.9	90.8	109.7	-18.6%	-11.0%	5.0%	-11.6%
YoY %	6.9%	32.7%	100.1%	51.1%	-12.9%	18.1%	111.8%	23.3%				
QoQ %	41.2%	1.6%	-26.6%	43.4%	6.2%	11.1%	-13.4%	20.8%				
순이익	42.0	43.8	19.3	49.3	34.2	43.7	32.1	47.9	-18.7%	-0.3%	65.9%	-2.7%
YoY %	-14.5%	64.2%	135.8%	225%	-30.5%	63.6%	195.7%	25.4%				
QoQ %	177%	4.3%	-55.9%	154%	-10.6%	27.8%	-26.6%	49.4%				

자료: 금호석유, SK 증권

ROE & PBR Valuation

항목		2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(지배주주지분)	9.9%	7.6%	9.3%	10.6%	10.4%	10.1%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 9.9%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.44					
1Q17E BPS(지배주주지분)	51,361					
Target Price	73,785					

자료: 금호석유, SK 증권

PER Valuation Sensitivity

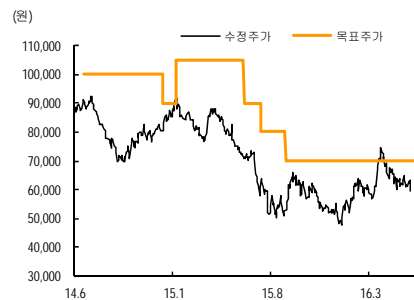
	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E					
EPS(지배주주지분)	3,749	5,183	6,599	7,218	7,792					
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10					
Weighted EPS	6,134									
1Q17E EPS	5,183									
1Q18E EPS	6,599									
Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	55,207	61,341	67,475	73,609	79,744	85,878	92,012	98,146	104,280	110,414
TP by 1Q17E EPS	46,646	51,829	57,012	62,195	67,378	72,560	77,743	82,926	88,109	93,292
TP by 1Q18E EPS	59,393	65,992	72,592	79,191	85,790	92,389	98,989	105,588	112,187	118,786

자료: 금호석유, SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.06.27	매수	70,000원
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
2014.09.29	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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 27 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,401.4	967.6	905.3	1,055.8	1,161.3
현금및현금성자산	213.6	47.3	151.0	183.3	336.7
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	4,545.2	4,743.7
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
당기충당부채	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	1,861.0	2,081.7
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	1,467.2	1,688.0
비지배주주지분	82.2	107.3	102.9	102.9	102.9
자본총계	1,641.6	1,663.7	1,768.5	1,963.8	2,184.6
부채외자본총계	4,437.3	4,210.6	4,295.1	4,545.2	4,743.7

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	320.0	483.2	479.9	354.7	494.0
당기순이익(손실)	88.3	121.9	148.8	195.3	220.7
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	32.3	153.5
기초현금	83.3	213.6	47.3	151.0	183.3
기말현금	213.6	47.3	151.0	183.3	336.7
FCF	128.6	64.0	118.0	46.4	161.6

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	2,953.7	2,849.4
매출총이익	347.0	333.9	358.9	422.4	443.6
매출총이익률 (%)	7.3	8.5	10.8	12.5	13.5
판매비와관리비	162.1	170.0	150.4	152.1	148.4
영업이익	184.9	164.0	208.6	270.3	295.3
영업이익률 (%)	3.9	4.2	6.2	8.0	9.0
비영업손익	(67.6)	5.7	(15.2)	(18.2)	(10.4)
순금융비용	11.5	22.0	5.3	5.8	10.8
외환관련손익	(12.1)	(22.3)	3.9	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	11.9	54.0	42.1	49.0	51.8
세전계속사업이익	117.2	169.6	193.3	252.0	284.8
세전계속사업이익률 (%)	2.5	4.3	5.8	7.5	8.6
계속사업법인세	28.9	47.8	44.6	56.7	64.1
계속사업이익	88.3	121.9	148.8	195.3	220.7
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	195.3	220.7
순이익률 (%)	1.9	3.1	4.5	5.8	6.7
지배주주	93.2	118.9	148.2	194.6	219.9
지배주주귀속 순이익률(%)	2.0	3.0	4.4	5.8	6.7
비지배주주	(4.8)	3.0	0.6	0.8	0.8
총포괄이익	123.7	58.3	157.2	195.3	220.7
지배주주	126.6	56.0	157.3	194.6	219.9
비지배주주	(2.9)	2.2	(0.1)	0.8	0.8
EBITDA	362.5	339.9	379.0	440.7	465.7

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	29.6	9.2
세전계속사업이익	#VALUE!	44.7	14.0	30.4	13.0
EBITDA	17.4	(6.2)	11.5	16.3	5.7
EPS(계속사업)	#VALUE!	29.1	29.8	31.3	13.0
수익성 (%)					
ROE	6.1	7.6	9.2	11.0	11.2
ROA	2.0	2.8	3.5	4.4	4.8
EBITDA마진	7.6	8.6	11.4	13.1	14.1
안정성 (%)					
유동비율	80.6	62.8	56.7	63.9	71.2
부채비율	170.3	153.1	142.9	131.4	117.1
순차입금/자기자본	107.7	104.9	94.0	83.0	67.6
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.1)	0.2	0.2	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,904	3,749	4,864	6,386	7,217
BPS	46,600	46,563	49,924	55,757	62,348
CFPS	9,462	8,770	9,886	11,343	11,921
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.8	13.9	12.3	9.3	8.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.7	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)					
PCR	8.5	5.9	6.0	5.3	5.0
EV/EBITDA(최고)	12.0	10.1	9.4	8.0	4.1
EV/EBITDA(최저)	14.2	4.1	4.3	12.7	6.7