

Company Update



김승우
Analyst, CFA
swkim77@samsung.com
02 2020 7844

최지호
Research Associate
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	120,000원(17.6%)
현재주가	102,000원
Bloomberg code	011780 KS
시가총액	3.2조원
Shares (float)	30,467,691 주 (43.4%)
52주 최저/최고	96,800원/138,000원
60일-평균거래대금	193.3억원
One-year performance	1M 6M 12M
금호석유 (%)	-2.9 -12.1 -27.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.2 -12.9 -24.9

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	120,000	125,000	-4.0%
2013E EPS	9,103	10,357	-12.1%
2014E EPS	12,988	13,372	-2.9%
2015E EPS	13,065	-	n/a

분기 실적

(십억원)	1Q13	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,415	(12.8)	13.6	(2.2)	0.7
영업이익	78	(35.8)	155.9	17.8	36.4
세전계속사업이익	49	(63.3)	(192.3)	(25.2)	(15.0)
순이익	33	(68.4)	(219.3)	(33.7)	(26.3)
이익률 (%)					
영업이익	5.5				
세전계속사업이익	3.4				
순이익	2.3				

자료: 금호석유, 삼성증권 추정

금호석유 (011780)

1Q13 Review: 합성고무 마진 예상 상회

WHAT'S THE STORY?

Event: 합성고무 부문 마진 개선되며 영업이익이 당사의 추정치 및 컨센서스를 각각 17.8%, 36.4% 상회.

Impact: 합성고무 영업이익에서 약 100억원 가량은 일회성으로 판단. SSBR의 본격적인 판매 및 BR의 가동률 상승 여부가 2분기 실적 개선의 주요 동인이 될 것. 아직까지 합성고무 시황은 춘절 이후 지속적으로 악화되고 있으며 합성수지 및 BPA의 수급 또한 단기간에 개선되기는 어려울 수 있다는 점이 문제.

Action: 목표주가 120,000원 및 HOLD 투자의견 유지.

THE QUICK VIEW

합성고무 마진 개선되며 예상을 상회하는 영업이익: 금일 금호석유화학이 매출액 1조 4,149억원 (전 분기 대비+13.6%), 영업이익 783억원 (전 분기 대비 +155.9%)으로 당사 예상치 및 컨센서스를 상회하는 실적을 발표. 이는 춘절 이후 합성고무의 원재료인 부타디엔, SM 가격 하락에도 불구하고, 3월 한달 간 벤치마크 가격 대비 상대적으로 높은 수준의 제품 가격을 유지한 데 기인. 하지만 이는 약 100억원 가량 일회성 영업이익 상승 효과로 판단. 1분기 동사가 매도가능증권으로 보유하고 있는 아시아나항공(시가 기준 약 1,318억, 24,593천주)과 대우건설(시가 기준 약 1,246억원, 14,622천주)의 주가가 지속적으로 하락함에 따라, 당 분기 약 200억원의 매도가능증권 손상차손을 인식.

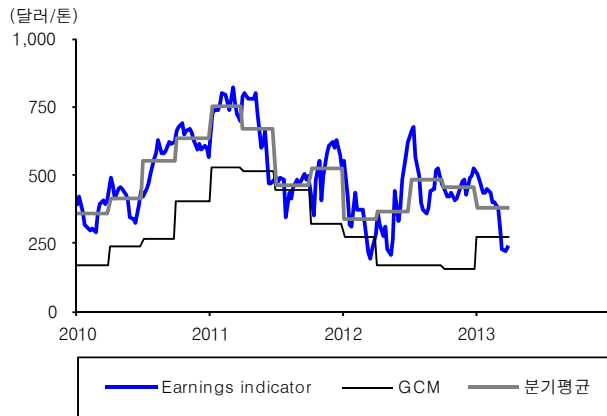
SSBR 및 BR 판매량 증가 여부가 2분기 실적 개선의 열쇠: 전 분기 대비 합성고무 부문의 이익 개선을 이끈 것은 바로 SBR 증설 효과로 인한 판매량 증가였음. 이번 2분기는 SSBR의 본격적인 판매 및 BR의 가동률 상승 여부가 실적 개선의 주요 동인이 될 것. 아직까지 합성고무 시황 개선 조짐이 나타나고 있지 않지만 2분기 합성고무 부문 영업이익은 최소한 1분기 수준 이상이 될 수 있을 것. 수요 개선이 아직 요원한 현 상황에서 주요 원재료인 부타디엔의 가격이 현재 지난 11월 저점 수준까지 하락해 있는 것이 동사에게 유리한 상황이기 때문.

목표주가 120,000원 및 HOLD 투자의견 유지: 예상을 상회하는 1분기 실적에도 불구하고, 기존의 목표주가 120,000원 (12개월 forward 예상 EPS 10,727원에 P/E 배수 11.0배 적용)과 HOLD 투자의견 유지. 동사가 다른 석유화학 업체 대비 향후 이익의 가시성이 높고 증설 효과까지 더해져 이익 증가 여력도 상대적으로 높다는 점은 인정. 하지만 아직까지 합성고무 시황은 춘절 이후 지속적으로 악화되고 있으며 합성수지 및 BPA의 수급 또한 단기간에 개선되기는 어려울 것. 게다가 당사의 EPS 추정치는 합성고무 및 합성수지, BPA 시황의 개선세를 일정 부분 반영한 결과라는 점에서 valuation 매력력이 높지 않다고 판단.

Valuation summary

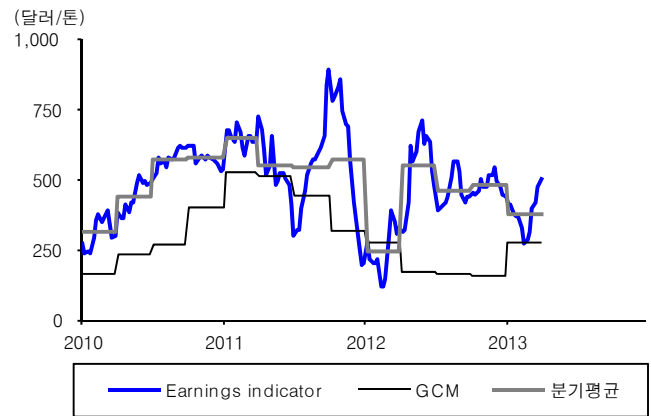
	2012	2013E	2014E
Valuation (배)			
P/E	7.9	11.2	7.9
P/B	1.9	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.1	9.2	7.4
Div yield (%)	2.0	2.0	2.0
EPS 증가율 (%)	(84.1)	260.6	42.7
ROE (%)	7.8	14.3	17.9
주당지표 (원)			
EPS	2,525	9,103	12,988
BVPS	54,457	50,343	58,197
DPS	2,000	2,000	2,000

금호석유: Earnings indicator



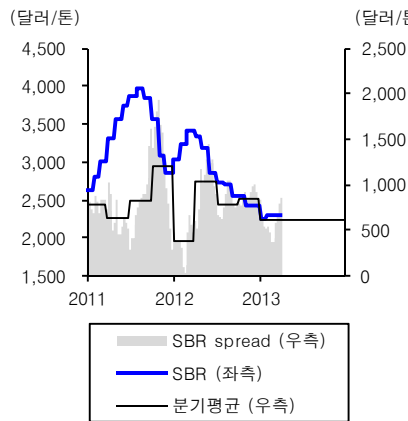
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator (no lag)



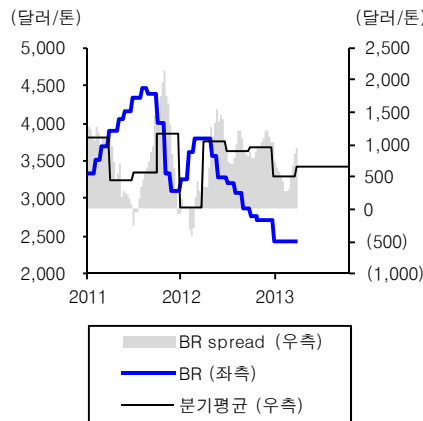
자료: 삼성증권 추정

SBR spread



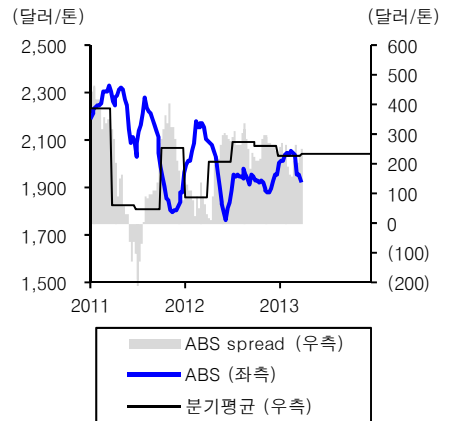
자료: KITA, Platts

BR spread



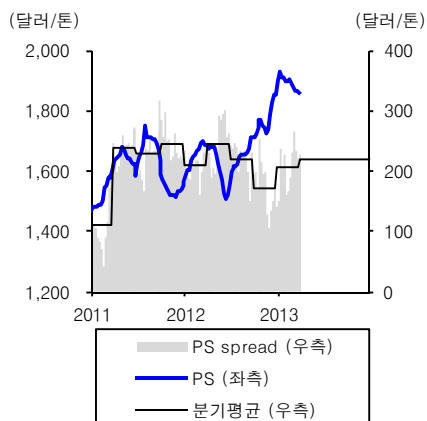
자료: KITA, Platts

ABS spread



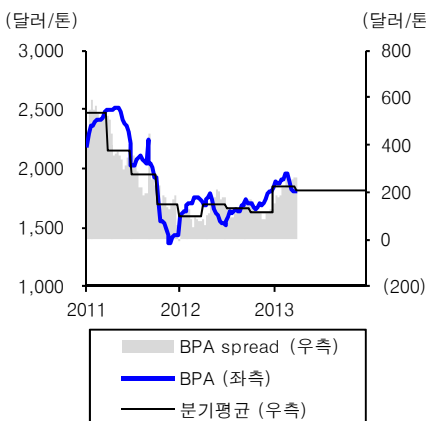
자료: Ciscchem, Platts

PS spread



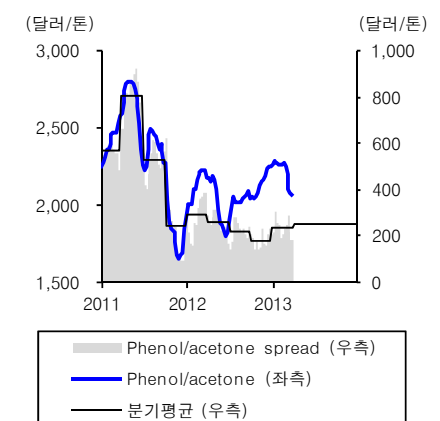
자료: Ciscchem, Platts

BPA spread



자료: Ciscchem, Platts

Phenol/acetone spread



자료: Ciscchem, Platts

분기별 수익추정

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	1,623	1,584	1,432	1,245	1,447	1,564	1,721	1,742	5,884	6,473
합성고무	871	857	693	617	720	793	869	886	3,038	3,268
합성수지	342	323	337	287	312	353	412	412	1,289	1,490
정밀화학	43	45	37	37	40	38	38	39	162	155
유틸리티	45	39	43	42	43	36	40	42	168	162
금호피앤비	290	271	274	215	296	306	323	322	1,051	1,247
기타	33	49	48	47	36	37	38	41	176	152
영업이익	122	26	45	31	78	91	99	98	224	366
합성고무	69	21	15	12	36	53	54	56	118	200
합성수지	7	1	14	6	10	10	11	11	28	43
정밀화학	1	1	(1)	(1)	0	0	0	0	(0)	2
유틸리티	21	16	21	18	20	15	20	18	76	73
금호피앤비	8	9	(2)	(3)	7	11	13	12	12	44
기타	15	(22)	(2)	(0)	4	0	0	0	(10)	4

자료: 금호석유화학, 삼성증권 추정

연간실적 추정 변경내역

(십억원)	2013E			2014E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	6,091	6,442	5.7	7,542	8,101	7.4
영업이익	332	366	10.2	432	476	10.0
세전사업계속이익	328	307	(6.4)	422	428	1.5
순이익	261	233	(10.8)	336	329	(1.9)

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	6,457	5,884	6,442	8,101	8,133
매출원가	5,410	5,481	5,882	7,400	7,425
매출총이익	1,047	403	560	701	707
(매출총이익률, %)	16.2	6.9	8.7	8.7	8.7
판매 및 일반관리비	208	179	194	225	232
영업이익	839	224	366	476	475
(영업이익률, %)	13.0	3.8	5.7	5.9	5.8
순금융이익	(131)	(88)	(92)	(101)	(100)
순외환이익	7	(17)	0	0	0
순지분법이익	0	0	53	54	56
기타	43	15	(19)	0	0
세전이익	758	134	307	428	431
법인세	215	8	77	104	104
(법인세율, %)	28.3	5.7	25.2	24.2	24.2
순이익	544	126	229	325	327
(순이익률, %)	8.4	2.1	3.6	4.0	4.0
지배주주순이익	506	130	233	329	331
(순이익률, %)	7.1	1.2	3.6	4.1	4.1
EBITDA	1,044	381	573	726	735
(EBITDA 이익률, %)	16.2	6.5	8.9	9.0	9.0
EPS(지배주주) (원)	17,569	2,525	9,103	12,988	13,065
EPS(연결기준) (원)	18,894	4,821	8,976	12,808	12,884
수정 EPS (원)**	15,901	2,525	9,103	12,988	13,065
주당배당금 (보통, 원)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주당배당금 (우선, 원)	2,050	2,050	2,050	2,050	2,050
배당성향 (%)	11.1	43.2	28.8	20.3	20.2

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	668	245	124	320	477
순이익	544	126	229	325	327
유·무형자산 상각비	155	160	174	196	204
순외환관련손실 (이익)	4	(2)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(53)	(54)	(56)
Gross Cash Flow	1,057	406	373	470	478
순운전자본감소 (증가)	(197)	(64)	(249)	(150)	(0)
기타	(95)	(26)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(245)	(374)	(393)	(335)	(333)
설비투자	(291)	(368)	(385)	(350)	(350)
Free cash flow	378	(123)	(261)	(30)	127
투자자산의 감소(증가)	45	(3)	0	0	0
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	1	(3)	(8)	15	17
재무활동에서의 현금흐름	(69)	(132)	163	51	33
차입금의 증가(감소)	(51)	(76)	200	100	100
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(23)	(56)	(67)	(67)	(67)
기타	5	0	30	18	(0)
현금증감	354	(259)	(72)	35	177
기말현금	151	505	246	174	209
기말현금	505	246	174	209	386

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: , 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	2,058	1,490	1,882	2,197	2,374
현금 및 현금등가물	505	246	174	209	386
매출채권	887	586	819	957	956
재고자산	582	567	770	896	897
기타	84	91	119	135	135
비유동자산	2,656	2,921	3,158	3,370	3,577
투자자산	672	720	774	828	884
(지분법증권)	270	318	371	426	481
유형자산	1,922	2,130	2,346	2,506	2,658
무형자산	35	28	27	26	26
기타	26	42	10	10	10
자산총계	4,714	4,411	5,039	5,567	5,951
유동부채	2,713	1,438	1,853	2,083	2,183
매입채무	428	287	390	454	454
단기차입금	788	792	992	1,092	1,192
기타 유동부채	1,498	359	471	537	537
비유동부채	444	1,314	1,361	1,397	1,417
사채 및 장기차입금	365	1,210	1,210	1,210	1,210
기타 장기부채	79	104	151	187	206
부채총계	3,157	2,752	3,214	3,480	3,600
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,279	1,541	1,805
기타	-32	2	2	2	2
비지배주주지분	109	111	112	112	112
자본총계	1,557	1,658	1,825	2,088	2,352
순부채	1,743	1,813	2,085	2,150	2,073
주당장부가치 (원)	50,631	54,457	50,343	58,197	66,098

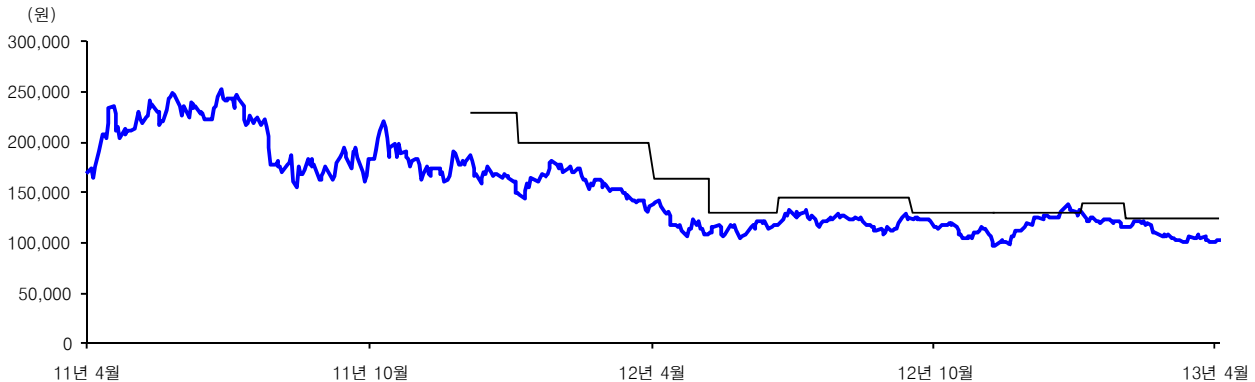
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2011	2012	2013E	2014E	2015E
증감률 (%)					
매출액	12.9	(8.9)	9.5	25.8	0.4
영업이익	28.3	(73.3)	63.3	30.2	(0.1)
세전이익	6.7	(82.4)	129.6	39.6	0.6
순이익	1.3	(76.8)	82.0	41.5	0.6
영업순이익*	34.2	(84.9)	237.2	41.5	0.6
EBITDA	21.8	(64.9)	50.2	26.7	1.2
수정 EPS**	32.7	(84.1)	260.6	42.7	0.6
비율 및 회전					
ROE (%)	44.0	7.8	14.3	17.9	14.7
ROA (%)	11.9	2.8	4.9	6.1	5.7
ROIC (%)	18.2	6.1	7.0	8.5	8.1
순부채비율 (%)	112.0	109.3	114.2	103.0	88.2
이자보상배율 (배)	6.3	2.2	4.0	4.8	4.6
매출채권 회수기간 (일)	41.9	45.7	39.8	40.0	42.9
매입채무 결제기간 (일)	24.2	22.2	19.2	19.0	20.4
재고자산 보유기간 (일)	31.0	35.6	37.9	37.5	40.2
Valuations (배)					
P/E	12.6	7.9	11.2	7.9	7.8
P/B	3.6	1.9	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.2	13.1	9.2	7.4	7.2
EV/EBIT	7.3	22.6	13.2	10.1	9.9
배당수익률 (보통, %)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

■ Compliance Notice

- 당사는 4월 10일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자조건 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2011/12/13	2012/1/13	3/8	4/7	5/15	7/4	9/25	2013/1/10	2/7	4/9
투자조건	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	230,000	200,000	187,000	163,000	130,000	145,000	130,000	140,000	125,000	120,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★(매수★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY(매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD(중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
- SELL(매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★(매도★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상