

금호석유 (011780)

기대보다 잘했지만 실수로 회복엔 아직 시간이 필요

매수(유지)

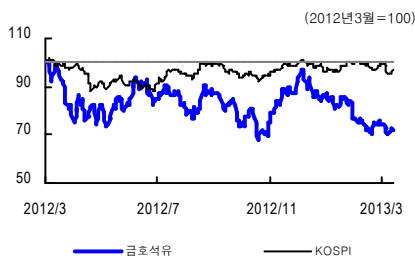
현재주가 (2013/04/11) 102,000 원
목표주가 (6M) 130,000 원

최석원
화학/정유
(02) 3215-7530
seogwon@bsfn.co.kr

Stock Indicator

시가총액	31,077 억원
자본금	1,675 억원
발행주식수	30,468 천주
외국인지분율	10.9 %
주당배당금	2,000 원
60 일평균거래량	173 천주
60 일평균거래대금	193 억원
52 주최고가	143,500 원
52 주최저가	95,600 원

Price Trend



1Q13 매출액 1조 4,149억원 영업이익 783억원

1분기 매출액은 1조 4,149억원(YoY -12.8%, QoQ +13.6%), 영업이익은 783억원(YoY -35.8%, QoQ +155.1%)을 기록하며 모처럼 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 컨센서스 대비 호실적을 거둘 수 있었던 이유는 3월로 접어들며 합성고무의 주 원재료인 부타디엔 가격이 급락세를 이어갔으나 합성고무 가격은 선방하며 스프레드가 개선되는 효과가 있었고, 2012년 11월과 12월에 걸쳐 급등하던 벤젠 계열 제품군이 올 1분기로 접어들며 안정세를 찾으며 원재료 가격 안정화에 따라 합성수지 부문 및 폐놀부문(금호피앤비화학)의 스프레드 역시 개선되었기 때문이다.

실수로 회복엔 아직 시간이 필요

기대치를 상회한 1분기 실적에도 불구하고 동사의 주력제품인 합성고무(BR, SBR) 수요 상황은 다소 아쉽다. 연초 미국의 셰이프가드 해제에 따른 전방산업 수요 개선 효과를 기대했지만 춘철 이후 수요가 뜻밖에도 개선되지 못하며 합성고무 수요는 여전히 부진한 상황이다. 이와 더불어 급락을 거듭하고 있는 부타디엔 가격 역시 동사의 실적 개선을 저해하는 요인으로 작용하고 있다. 전방산업 부진과 함께 부타디엔 가격이 급락하는 모습을 보이며 유통상의 수요가 관망세로 전환되는 모습이 나타나고 있기 때문이다. 하지만 2분기는 전통적인 타이어 수요의 성수기인 점을 감안하면 지금과 같은 수요 부진이 지속되기는 어렵다고 판단한다. 또한 급락을 거듭하는 부타디엔 가격 역시 최근 그 낙폭을 점차 줄여가고 있고 북미와의 가격 스프레드가 벌어지며 북미 向 Deep Sea 물량이 증가하고 있어 합성고무 가격 하락은 제한적일 것이다. 따라서 아직 실수로 개선을 체감하고 있지는 않지만 4월을 시작으로 점진적인 수요 회복에 대한 기대는 유효하다고 판단한다. 이에 따라 2분기 동사의 영업이익은 1분기보다 개선된 1,126억원(YoY +330.7%, QoQ +43.9%)으로 추정한다.

투자의견 '매수'유지, 목표주가는 '13만원'으로 하향

연초 대비 합성고무 수요 회복에 대한 눈높이가 낮아진 점을 감안하여 투자의견은 '매수'로 유지하되 목표주가는 기존 '15만원'에서 '13만원'으로 하향 조정한다. 목표주가는 SOTP(가치합산방식)으로 추정하였다<표2>.

12월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	64,574	8,390	7,584	5,056	17,569	58.2	10.4	4.2	6.4	44.5	1.1
2012	58,837	2,238	1,337	1,296	3,869	-78.0	33.4	2.8	15.0	8.7	1.5
2013F	58,318	4,012	3,198	2,957	8,830	128.2	11.6	1.9	8.2	17.7	2.0
2014F	67,533	5,112	4,485	4,147	12,383	40.3	8.2	1.6	6.6	21.1	2.0
2015F	69,021	5,744	5,141	4,754	14,195	14.6	7.2	1.3	5.7	20.2	2.0

주: K-IFRS 연결기준

<표1> 연결기준 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	1,623	1,584	1,432	1,245	1,415	1,421	1,473	1,524	1,644	1,704	1,703	1,703
합성고무	871	857	693	617	680	718	754	745	808	829	825	832
합성수지	342	323	337	287	330	324	335	336	351	350	352	352
페놀유도체	290	271	274	216	282	252	254	313	342	365	366	359
정밀화학	43	45	37	37	38	41	41	41	51	51	51	51
에너지	45	39	43	42	42	42	42	42	42	57	57	57
기타	31	49	48	48	42	45	47	47	50	51	51	52
영업이익	122	26	45	31	78	113	113	97	117	132	136	126
OPM	7.5%	1.7%	3.2%	2.5%	5.5%	7.9%	7.7%	6.4%	7.1%	7.8%	8.0%	7.4%

	2011	2012	2013E	2014E
매출액	5,884	5,832	6,753	6,902
합성고무	3,038	2,896	3,294	3,348
합성수지	1,289	1,324	1,405	1,409
페놀유도체	1,051	1,102	1,433	1,505
정밀화학	162	162	205	205
에너지	168	168	213	227
기타	176	180	205	208
영업이익	224	401	511	574
OPM	3.8%	6.9%	7.6%	8.3%

자료: BS투자증권

<표2> Valuation

(단위: 십억원, 원)

1. 영업자산 가치

4,114

2013E EBITDA	적정배율	총사업가치
571	7.2	4,114

2. 투자자산 가치

758

관계기업 투자	지분율 2012	장부금액 2012	배수 PBR	관계기업 적정가치
금호미쓰이 화학	50.0%	78	1.5	117
금호폴리켄	50.0%	153	1.5	230
상해일려소료유한공사	50.0%	15	1.0	15
남경금포금호화공유한공사	50.0%	43	1.0	43
일조금호금마화유한공사	50.0%	13	1.0	13
강소금호양농화공유한공사	50.0%	16	1.0	16
				433

비유동 매도가능금융자산	장부금액 2012	배수 PBR	비유동 매도가능 적정가치
비상장주식 (원가법)	9	0.8	7
비상장주식 (평가기법사용)	49	0.8	39
수익증권	0	0.8	0
아시아나항공	152	0.8	122
대우건설	145	0.8	116
동양건설산업	0	0.8	0
CJ대한통운	33	0.8	26
			311

유동 매도가능금융자산	장부금액 2012	배수 PBR	유동 매도가능 적정가치
비상장주식 (원가법)	12	0.8	9
비상장주식 (평가기법사용)	1	0.8	0
수익증권	0	0.8	0
대한통운	3	0.8	2
금호산업	0	0.8	0
금호타이어	2	0.8	1
			13

3. 순차입금

1,604

4. 보통주 주주가치

(1 + 2 - 3)

3,268

5. 주당 주주가치

131,387

(단위:주)	보통주 총발행주식수	30,467,691
	자사주	5,592,528
	회식가능물량	-
	발행주식수	24,875,163

자료: BS투자증권

연결재무상태표

12월결산(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	17,408	21,018	23,848
현금및현금성자산	5,051	2,462	5,055	6,759	9,263
단기금융자산	332	213	224	235	247
매출채권	8,871	5,857	5,805	6,723	6,871
재고자산	5,816	5,673	5,623	6,512	6,655
비유동자산	26,561	29,206	30,505	32,426	34,722
유형자산	19,224	21,296	22,627	24,568	26,880
무형자산	352	284	243	215	190
지분관련투자자산	2,705	3,181	3,181	3,181	3,181
자산총계	47,142	44,107	47,913	53,444	58,570
유동부채	27,132	14,385	15,304	16,679	17,067
매입채무	4,281	2,873	2,748	3,168	3,208
단기차입금	7,875	7,924	7,765	7,688	7,611
유동성장기부채	11,228	778	817	858	901
비유동부채	4,440	13,139	13,705	14,383	15,054
사채	1,000	5,600	5,880	6,174	6,483
장기차입금	2,652	6,521	6,847	7,189	7,549
부채총계	31,572	27,524	29,009	31,063	32,121
지배주주지분	14,477	15,477	17,876	21,464	25,658
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	11,132	13,530	17,118	21,312
비지배주주지분	1,094	1,107	1,028	917	791
자본총계	15,571	16,584	18,904	22,381	26,449
순차입금(순현금)	17,454	18,161	16,044	14,930	13,049

연결손익계산서

12월결산(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	58,318	67,533	69,021
증가율(%)	30.3	(8.9)	(0.9)	15.8	2.2
매출원가	54,103	54,806	52,411	60,430	61,191
매출총이익	10,470	4,031	5,907	7,103	7,829
매출총이익률(%)	16.2	6.9	10.1	10.5	11.3
판매비와관리비	2,080	1,793	1,895	1,991	2,085
기타영업수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	8,390	2,238	4,012	5,112	5,744
증가율(%)	49.7	(73.3)	79.3	27.4	12.4
영업이익률(%)	13.0	3.8	6.9	7.6	8.3
금융수익	617	749	644	667	679
금융비용	2,182	1,395	1,240	1,116	1,144
관계기업관련손익	728	670	703	739	776
세전계속사업이익	7,584	1,337	3,198	4,485	5,141
법인세비용	2,146	76	320	449	514
당기순이익	5,438	1,261	2,878	4,037	4,627
증가율(%)	57.2	(76.8)	128.2	40.3	14.6
지배주주지분	5,056	1,296	2,957	4,147	4,754
비지배주주지분	381	(35)	(79)	(111)	(127)
총포괄이익	4,705	1,572	3,189	4,348	4,938
지배주주지분	4,339	1,559	3,163	4,312	4,897
비지배주주지분	366	13	27	36	41
EBITDA	9,936	3,837	5,714	6,977	7,764
영업이익(K-GAAP)	8,390	2,238	4,012	5,112	5,744

연결현금흐름표

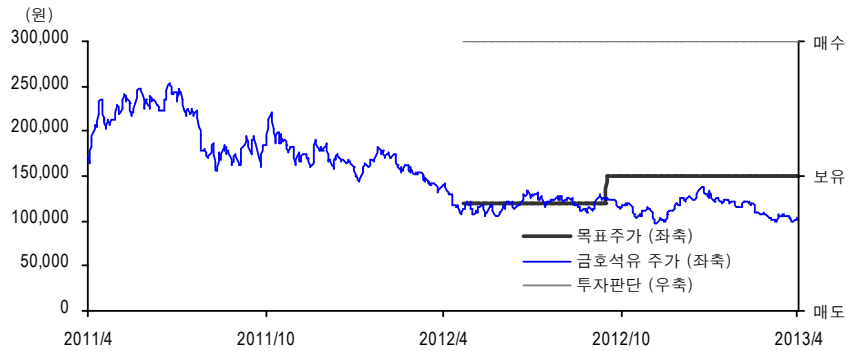
12월결산(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	6,684	2,455	6,194	5,429	6,294
당기순이익	5,438	1,261	2,878	4,037	4,627
유형자산감가상각비	1,460	1,530	1,634	1,804	1,966
무형자산감가상각비	85	70	68	60	53
외화환산손실(이익)	38	(19)	0	0	0
자산처분손실(이익)	23	20	0	0	0
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	0
운전자본변동	(1,971)	(643)	368	(916)	(309)
투자활동현금흐름	(2,449)	(3,738)	(2,969)	(3,206)	(3,306)
금융자산의 감소(증가)	518	31	0	0	0
지분관련 투자자산의 감소(증가)	(70)	(71)	0	0	0
유형자산의 감소(증가)	(2,908)	(3,683)	(2,965)	(3,185)	(3,278)
무형자산의 감소(증가)	(40)	(28)	(28)	(32)	(29)
FCF	4,235	(1,283)	3,225	2,222	2,988
재무활동현금흐름	(690)	(1,319)	(632)	(519)	(484)
차입금의 증가(감소)	1,599	3,713	487	600	635
배당금지급(-)	(230)	(559)	(559)	(559)	(559)
자기주식의 처분(취득)	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의증가	3,543	(2,588)	2,593	1,704	2,504
기초현금	1,508	5,051	2,462	5,055	6,759
기말현금	5,051	2,462	5,055	6,759	9,263

자료: BS투자증권 리서치센터

주요투자지표

12월결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
PER (배)	10.4	33.4	11.6	8.2	7.2
PBR (배)	4.2	2.8	1.9	1.6	1.3
PSR (배)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR (배)	5.1	10.6	4.8	4.4	4.3
EV/ EBITDA (배)	6.4	15.0	8.2	6.6	5.7
배당수익률 (%)	1.1	1.5	2.0	2.0	2.0
EPS (원)	17,569	3,869	8,830	12,383	14,195
BPS (원)	43,226	46,211	53,375	64,088	76,612
SPS (원)	224,373	175,679	174,129	201,645	206,086
CFPS (원)	35,413	12,225	21,112	22,999	23,884
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
ROA (%)	12.3	2.8	6.3	8.0	8.3
ROE (%)	44.5	8.7	17.7	21.1	20.2
ROIC (%)	26.6	8.8	15.2	18.7	19.8
영업이익률 (%)	13.0	3.8	6.9	7.6	8.3
순이익률 (%)	8.4	2.1	4.9	6.0	6.7
EBITDA이익률 (%)	15.4	6.5	9.8	10.3	11.2
부채비율 (%)	202.8	166.0	153.5	138.8	121.4
순부채비율 (%)	112.1	109.5	84.9	66.7	49.3
유동성비율 (%)	131.8	96.5	87.9	79.4	71.6
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	4.1	5.1	5.5

투자의견 및 목표주가 추이



변경일자	투자의견	목표주가(원)
2012-05-02	매수	120,000
2012-09-26	매수	150,000
2013-04-12	매수	130,000

투자등급 (종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)
6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10 ~ +10%, 매도(Sell) -10% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주가사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bsfn.co.kr

<부산본사·영업부>

부산시 부산진구 부전1동 259-4 부산은행 부전동별관 3층,4층 (우:614-709)

☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

<사상지점>

부산시 사상구 주례1동 693-10번지 부산은행 사상지점 1층 (우:617-839)

☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

<PB센터 해운대>

부산시 해운대구 우동 1407번지 두산위브 더 제니스 스퀘어 2층 (우:612-020)

☎ 051-780-1000 / Fax. 051-780-1010

<서울본부>

서울특별시 영등포구 여의도동 25-12번지 신송센터빌딩 16층 (우:150-977)

☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-299