

Company Update



최승우
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	96,000원 (12.9%)
현재주가	85,000원
Bloomberg code	011780 KS
시가총액	2.7조원
Shares (float)	30,467,691 주 (43.4%)
52주 최저/최고	78,500원/138,000원
60일-평균거래대금	110.6억원
One-year performance	1M 6M 12M
금호석유 (%)	-1.3 -31.3 -34.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.5 -26.9 -38.5

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	96,000	100,000	-4.0%
2013E EPS	6,795	8,142	-16.5%
2014E EPS	10,768	10,944	-1.6%
2015E EPS	10,816	10,869	-0.5%

■ 분기 실적

(십억원)	2Q13	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,383	(12.7)	(2.4)	0.8	(1.9)
영업이익	77	193.4	(1.5)	(1.4)	6.6
세전계속사업이익	30	207.2	(38.0)	(53.7)	(48.0)
순이익	26	151.6	(23.5)	(46.7)	(41.4)
이익률 (%)					
영업이익	5.5				
세전계속사업이익	2.1				
순이익	1.9				

자료: 금호석유, 삼성증권 추정

금호석유 (011780)

2Q13 Review: 2분기 컨센서스 부합, 3분기가 실적 바닥일 것

WHAT'S THE STORY?

Event: 합성고무 마진개선으로 전 분기와 유사한 수준의 영업이익. 컨센서스 부합.

Impact: 동사의 제품 중 유일하게 가격이 반등하고 있는 합성수지 부문은 원재료 가격 부담으로 이익 개선 폭이 제한적이고 금호피엔비는 오히려 3분기 영업적자전환 가능성이 높음. BD 가격 반등 시기에 따라 3분기 동사의 합성고무 스프레드 개선 여부가 결정.

Action: 목표주가 96,000원으로 하향 및 HOLD 투자 의견 유지.

THE QUICK VIEW

합성고무 마진개선으로 전 분기와 유사한 수준의 영업이익: 2분기 매출액은 전 분기 대비 2.4% 감소한 1조3,835억원을 기록한 데 반해 영업이익은 전 분기와 유사한 768억원을 기록하며 컨센서스 충족. 이는 합성고무 사업부문의 마진 개선이 다른 모든 사업부문의 이익 감소를 상쇄했기 때문. 합성고무 가격은 5월 약간의 반등을 제외하면 2분기 내내 하락을 지속했지만 주요 원재료인 BD의 가격이 더 빠르게 하락하면서 마진은 오히려 확대된 상황. 동사의 제품 중 유일하게 가격이 반등하고 있는 합성수지 (ABS, PS) 부문은 최근 사상 최고치를 경신하고 있는 SM이 주요 원재료라는 점에서 향후 이익 개선 폭이 제한적인 상황.

금호피엔비의 BPA 계열, 3분기 적자전환 가능성 높음: 이번 2분기 실적에서 금호피엔비의 영업이익이 전 분기 대비 반 정도 수준으로 감소한 것으로 드러남. 이는 6월부터 연산 15만 톤의 신규 BPA 설비를 가동했지만 판매량 증가가 미미하여 고정비 부담이 있었고 2분기 내내 BPA 뿐만 아니라 페놀의 가격 또한 크게 하락하면서 스프레드가 축소되었기 때문. 문제는 경쟁 업체인 LG화학의 신규 BPA 설비 가동과 맞물리면서 oversupply 국면이 3분기에도 해소될 가능성이 없고 지난 한 달 동안 특히 가격 하락이 급속히 진행되고 있다는 측면에서 3분기 스프레드는 더욱 하락할 수 밖에 없는 상황.

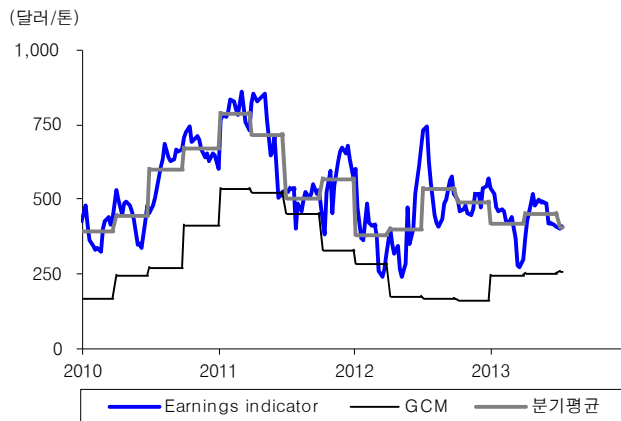
3분기 유일한 희망은 합성고무 스프레드 개선: 지난 한 달 동안 SBR과 BR의 가격 하락이 약 15%에 달할 정도로 합성고무 시황이 급격히 악화되고 있음. 다행스러운 점은 주요 원재료인 BD가 지난 한 달 동안 40% 가량 하락했고 동사의 판매량은 현재까지 꾸준히 유지되고 있다는 점. 현재의 BD 가격은 나프타 보다도 낮은 수준으로 지속 가능하지 않기 때문에 조만간 BD 및 합성고무 가격도 하락을 멈추고 소폭 반등이 가능할 것으로 전망.

목표주가 96,000원으로 하향하고 HOLD 투자 의견 유지: 2분기 실적이 당사의 예상치에 부합했지만 예상보다 빠르게 악화되고 있는 합성고무 및 BPA 시황을 반영하여 목표주가를 기존의 100,000원에서 96,000원(1yr forward EPS 9,570원에 PE 배수 10.0배 적용)으로 하향하고 HOLD 투자 의견 유지. 현재 합성고무 및 BPA 계열 제품의 시황 악화 속도를 감안하면 이번 3분기가 분기 실적으로 바닥을 형성할 가능성이 높다고 판단. 중장기적으로 동사는 미국의 셰일가스, 중국의 CTO(Coal To Olefin)에서 비교적 자유로울 수 있는 업체라는 것은 인정하지만 중국 RE타이어 수요의 가시성이 낮고 내년 상반기까지는 아시아 합성고무 증설의 영향을 받을 수 있다는 점이 불확실성으로 남아 있음.

■ Valuation summary

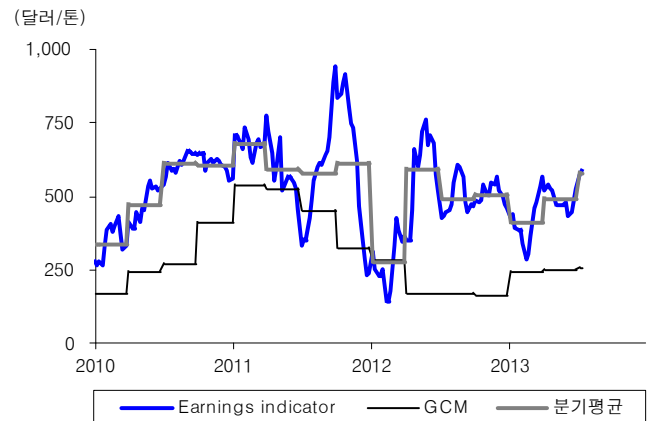
	2012	2013E	2014E
Valuation (배)			
P/E	8.0	12.5	7.9
P/B	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.9	9.9	7.8
Div yield (%)	2.3	2.3	2.3
EPS 증가율 (%)	(84.1)	169.2	58.5
ROE (%)	7.8	10.9	15.5
주당지표 (원)			
EPS	2,525	6,795	10,768
BVPS	54,457	48,855	55,091
DPS	2,000	2,000	2,000

금호석유: Earnings indicator



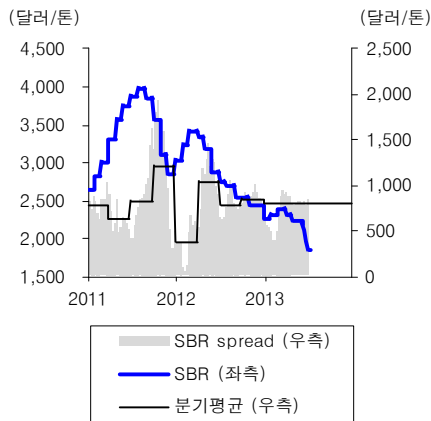
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator (no lag)



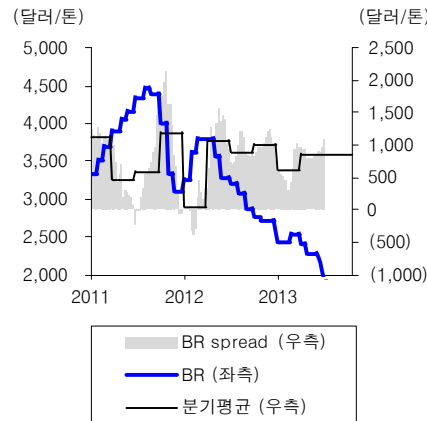
자료: 삼성증권 추정

SBR spread



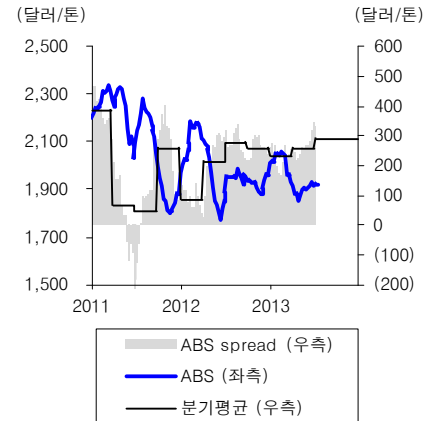
자료: KITA, Platts

BR spread



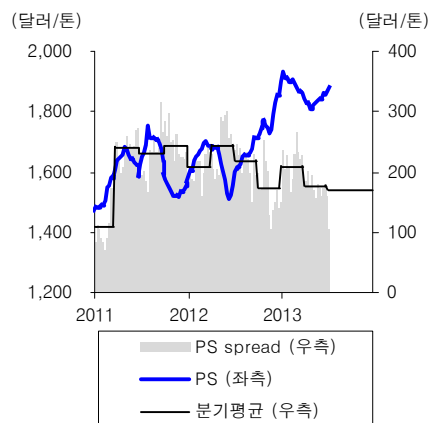
자료: KITA, Platts

ABS spread



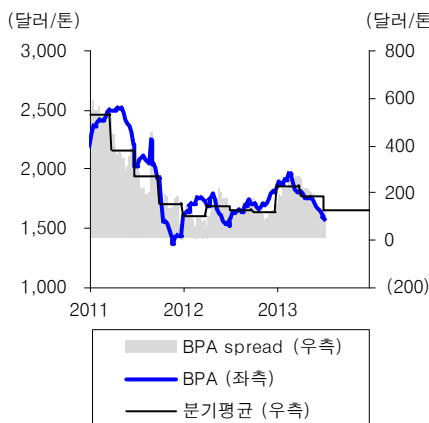
자료: Ciscchem, Platts

PS spread



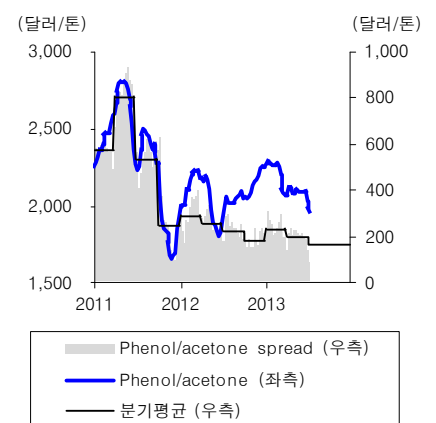
자료: Ciscchem, Platts

BPA spread



자료: Ciscchem, Platts

Phenol/acetone spread



자료: Ciscchem, Platts

분기별 수익추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013E	2014E
매출액	1,417	1,384	1,321	1,366	1,410	1,448	1,507	1,525	5,487	5,889
합성고무	680	654	627	647	666	691	705	717	2,609	2,779
합성수지	331	360	321	333	336	342	348	354	1,345	1,381
정밀화학	44	39	40	41	40	40	41	40	164	162
유틸리티	43	29	40	42	44	34	58	58	154	193
금호피앤비	277	254	252	260	279	295	312	312	1,042	1,198
기타	40	47	40	43	45	44	44	44	171	177
영업이익	77	77	75	84	93	86	100	98	313	377
합성고무	33	46	43	50	53	55	54	55	172	217
합성수지	9	7	8	9	9	8	8	8	33	33
정밀화학	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유틸리티	23	12	20	18	24	14	29	24	73	92
금호피앤비	8	5	(1)	3	3	4	5	6	14	18
기타	5	7	5	5	5	5	5	5	21	18

자료: 금호석유화학, 삼성증권 추정

연간실적 추정 변경내역

(십억원)	2013E			2014E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	5,714	5,487	(4.0)	6,290	5,889	(6.4)
영업이익	345	313	(9.2)	422	377	(10.7)
세전사업계속이익	275	228	(17.3)	363	357	(1.6)
지배주주순이익	209	175	(16.1)	278	274	(1.6)

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	6,457	5,884	5,487	5,889	6,347
매출원가	5,410	5,481	4,998	5,324	5,767
매출총이익	1,047	403	490	565	580
(매출총이익률, %)	16.2	6.9	8.9	9.6	9.1
판매 및 일반관리비	208	179	177	188	202
영업이익	839	224	313	377	378
(영업이익률, %)	13.0	3.8	5.7	6.4	6.0
순금융이익	(131)	(88)	(66)	(68)	(70)
순외환이익	7	(17)	(9)	0	0
순지분법이익	0	0	46	49	50
기타	43	15	(57)	0	0
세전이익	758	134	228	357	359
법인세	215	8	54	86	87
(법인세율, %)	28.3	5.7	23.9	24.2	24.2
순이익	544	126	173	271	272
(순이익률, %)	8.4	2.1	3.2	4.6	4.3
지배주주순이익	506	130	175	274	275
(순이익률, %)	7.1	1.2	3.2	4.7	4.3
EBITDA	1,044	381	466	604	626
(EBITDA 이익률, %)	16.2	6.5	8.5	10.3	9.9
EPS(지배주주) (원)	17,569	2,525	6,795	10,768	10,816
EPS(연결기준) (원)	18,894	4,821	6,711	10,636	10,683
수정 EPS (원)**	15,901	2,525	6,795	10,768	10,816
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	38.2	24.4	24.3

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	668	245	413	324	353
순이익	544	126	173	271	272
유·무형자산 상각비	155	160	172	179	197
순외환관련손실 (이익)	4	(2)	5	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(46)	(49)	(50)
Gross Cash Flow	1,057	406	399	405	423
순운전자본감소 (증가)	(197)	(64)	14	(81)	(69)
기타	(95)	(26)	0	(0)	0
투자활동에서의 현금흐름	(245)	(374)	(398)	(336)	(334)
설비투자	(291)	(368)	(385)	(350)	(350)
Free cash flow	378	(123)	28	(26)	3
투자자산의 감소(증가)	45	(3)	1	0	0
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	1	(3)	(14)	14	16
재무활동에서의 현금흐름	(69)	(132)	(148)	(57)	41
차입금의 증가(감소)	(51)	(76)	(31)	0	100
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(23)	(56)	(11)	(67)	(67)
기타	5	0	(105)	10	8
현금증감	354	(259)	(133)	(70)	61
기말현금	151	505	246	114	44
기말현금	505	246	114	44	105

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	1,449	1,530	1,721
현금 및 현금등가물	505	246	114	44	105
매출채권	887	586	643	717	778
재고자산	582	567	598	666	727
기타	84	91	94	103	111
비유동자산	2,656	2,921	3,139	3,363	3,569
투자자산	672	720	750	799	849
(지분법증권)	270	318	348	397	447
유형자산	1,922	2,130	2,351	2,528	2,686
무형자산	35	28	28	26	25
기타	26	42	10	10	10
자산총계	4,714	4,411	4,588	4,893	5,290
유동부채	2,713	1,438	1,409	1,479	1,639
매입채무	428	287	303	337	368
단기차입금	788	792	723	723	823
기타 유동부채	1,498	359	383	419	448
비유동부채	444	1,314	1,402	1,430	1,458
사채 및 장기차입금	365	1,210	1,264	1,264	1,264
기타 장기부채	79	104	138	166	194
부채총계	3,157	2,752	2,811	2,909	3,098
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,232	1,439	1,647
기타	(32)	2	(0)	(0)	(0)
비지배주주지분	109	111	113	113	113
자본총계	1,557	1,658	1,777	1,984	2,192
순부채	1,743	1,813	1,931	2,000	2,040
주당장부가치 (원)	50,631	54,457	48,855	55,091	61,349

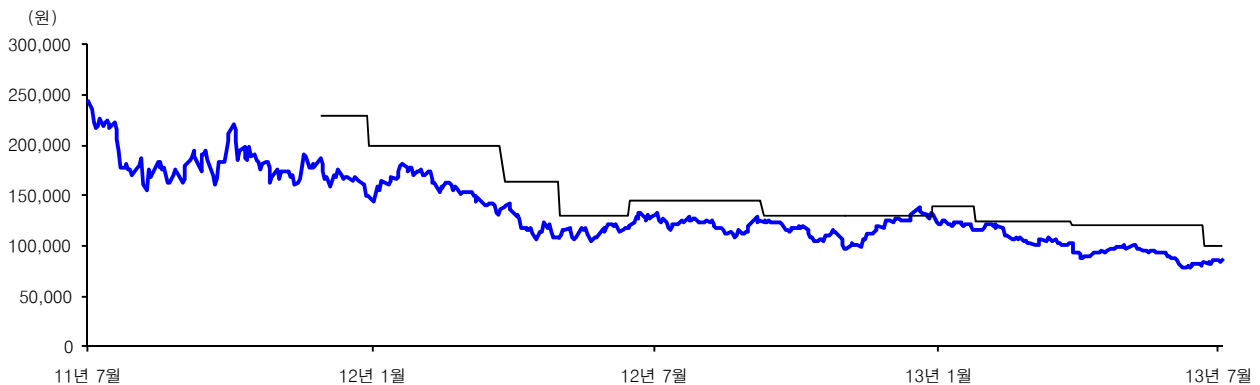
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2011	2012	2013E	2014E	2015E
증감률 (%)					
매출액	12.9	(8.9)	(6.7)	7.3	7.8
영업이익	28.3	(73.3)	40.0	20.4	0.3
세전이익	6.7	(82.4)	70.3	57.0	0.4
순이익	1.3	(76.8)	37.3	56.4	0.4
영업순이익*	34.2	(84.9)	154.0	56.4	0.4
EBITDA	21.8	(64.9)	22.1	29.7	3.6
수정 EPS**	32.7	(84.1)	169.2	58.5	0.4
비율 및 회전					
ROE (%)	44.0	7.8	10.9	15.5	13.0
ROA (%)	11.9	2.8	3.8	5.7	5.3
ROIC (%)	18.2	6.1	6.4	7.2	6.8
순부채비율 (%)	112.0	109.3	108.6	100.8	93.0
이자보상배율 (배)	6.3	2.2	4.2	6.0	5.9
매출채권 회수기간 (일)	41.9	45.7	40.8	42.1	43.0
매입채무 결제기간 (일)	24.2	22.2	19.6	19.8	20.3
재고자산 보유기간 (일)	31.0	35.6	38.8	39.2	40.1
Valuations (배)					
P/E	15.1	8.0	12.5	7.9	7.9
P/B	3.6	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.2	11.9	9.9	7.8	7.6
EV/EBIT	7.3	20.4	15.7	11.0	11.0
배당수익률 (보통, %)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3

■ Compliance Notice

- 당사는 7월 17일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 7월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 17일 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 투자 의견 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	7/2	7/18
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	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	100,000	96,000

- **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