



금호석유화학 (011780)

BUY (유지)



석유화학, 정유 Analyst **백영찬**
02-6114-2968 yc.baek@hdsr.com

복합화학 Analyst **김동건**
02-6114-2907 dongkun.kim@hdsr.com

단기개선보다는 장기 성장에 주목하자

2Q13 실적은 낮아진 기대치 충족

2분기 매출액과 영업이익은 1조 3,835억원, 767억원으로 직전분기대비 각각 2.4%, 1.5% 감소하였다. 2분기 실적은 낮아진 예상치에는 부합하였다. 2분기 합성고무사업 매출액은 전분기대비 축소되었으나 영업이익은 36% 증가하였다. 원재료인 BD 가격하락으로 수익성은 오히려 상승하였기 때문이다. 폐놀유도체 영업이익은 BPA 가격하락으로 1분기대비 감소하였다.

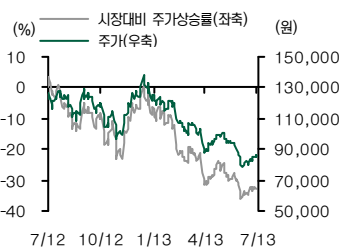
3Q13 영업이익은 2Q와 유사할 전망

3분기 매출액과 영업이익은 1조 4,020억원, 780억원으로 2분기와 유사할 전망이다. 3분기 합성고무 외형과 영업이익은 전분기대비 축소될 전망이다. BD 가격급락으로 합성고무 가격도 하락이 불가피하기 때문이다. 에너지부문은 2Q 정기보수 비용 소멸되며 실적증가가 예상된다. 폐놀유도체는 역내 BPA 증설물량 증가로 하반기에도 실적개선은 어려울 전망이다.

단기 실적개선 작지만 내년 성장 가시성은 높다

금호석유에 대해 투자의견 BUY를 유지하지만 적정주가는 110,000원으로 하향한다. 적정주가를 하향하는 이유는 BD 가격하락에 따라 합성고무 수익전망을 하향 조정하였기 때문이다. 하반기 BD 신규증설 물량이 집중되며 합성고무 체인의 가격상승도 제한적인 상황이다. 단기 실적개선은 기대하기 어렵다. 그러나 우리가 주목하는 것은 2014 ~ 15년 합성고무 신규증설 물량이 급격히 축소되며 수익성 상승이 예상된다는 점이다. 또한 선제적인 증설을 완료하여 경기회복시 의미 있는 이익성장이 가능할 전망이다. 내년 실적개선에 초점을 맞추는 투자전략이 유효해 보인다.

주가(7/18)	85,000원
적정주가	110,000원 (종전 135,000원)
산업내 투자 선호도	★★★☆☆
업종명/산업명	화학
업종 투자의견	Neutral
시가총액	2.7조원
발행주식수 (보통주)	30,467,691 주
유동주식비율	22.8%
KOSPI 지수	1875.48
KOSDAQ 지수	541.56
60일 평균 거래량	153,048주
60일 평균 거래대금	121억원
외국인보유비중	10.6%
수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	41.5%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	21.5%
52주 최고/최저가 (보통주)	138,000원 78,500원
베타(12M, 일간수익률)	0.3
주요주주	박찬구 등 24.2%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	-1.3% -2.9% -31.3%
상대	-1.5% -1.1% -28.1%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

계산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	6,457.4	5,883.7	5,631.2	6,154.3	6,500.7
영업이익 (십억원)	839.0	223.8	308.7	384.4	485.7
순이익 (십억원)	543.8	126.1	159.3	302.2	374.9
자배기업순이익 (십억원)	505.6	129.6	157.8	300.7	367.4
EPS (원)	22,813	4,738	5,769	10,996	13,438
수정EPS (원)	22,813	4,738	5,769	10,996	13,438
PER* (배)	11.3 - 3.9	39.1 - 20.2	14.7	7.7	6.3
PBR (배)	3.2	2.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	9.5	8.1	6.9
배당수익률 (%)	1.2	1.5	2.4	3.5	3.5
ROE (%)	34.9	8.7	10.2	18.4	20.2
ROIC (%)	26.9	7.4	6.7	10.8	13.4

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 금호석유화학, 현대증권

그림 1> 금호석유 2Q13 실적리뷰 : 낮아진 기대치 부합

(십억원)	2Q13P	%YoY	%QoQ	2Q12A	1Q13A	현대증권 추정	차이 (%)
매출액	1,383.4	(12.7)	(2.4)	1,584.0	1,417.0	1,404.8	(1.5)
합성고무	654.0	(23.7)	(3.8)	856.7	680.1	701.2	(6.7)
합성수지	359.7	11.5	8.5	322.7	331.4	316.9	13.5
기타	369.8	(8.6)	(8.8)	404.6	405.4	386.7	(4.4)
영업이익	76.7	193.4	(1.5)	26.2	77.9	73.6	4.2
합성고무	45.6	1,972.7	36.1	2.2	33.5	38.0	20.0
합성수지	6.7	6,570.0	(31.9)	0.1	9.8	5.5	21.3
기타	24.5	2.4	(29.3)	23.9	34.6	30.1	(18.8)
세전이익	29.7	207.2	(38.0)	9.7	47.9	65.4	(54.6)
지배주주순이익	25.9	192.6	(24.4)	8.9	34.3	49.4	(47.5)

자료: 금호석유, 현대증권

그림 2> 분기/연간 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13P	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	1,622.6	1,584.0	1,431.7	1,245.4	1,417.0	1,383.5	1,402.0	1,428.7	5,883.7	5,631.2	6,154.3
합성고무	870.8	856.7	692.8	617.4	680.1	654.0	588.2	615.4	3,037.7	2,537.7	2,867.8
합성수지	342.0	322.7	337.1	287.1	331.4	359.7	365.4	360.2	1,288.9	1,416.7	1,463.4
기 타	409.8	404.6	401.8	340.9	405.4	369.8	448.4	453.1	1,557.1	1,676.7	1,823.1
영업이익	121.9	26.2	45.2	30.6	77.9	76.7	78.0	76.1	223.8	308.7	384.4
합성고무	75.1	2.2	13.6	14.0	33.5	45.6	39.2	41.4	104.9	159.7	201.0
합성수지	8.4	0.1	13.8	7.2	9.8	6.7	8.3	9.6	29.5	34.4	38.6
기 타	38.4	23.9	17.8	9.4	34.6	24.5	30.5	25.1	89.4	114.6	144.8
영업이익률 (%)	7.5	1.7	3.2	2.5	5.5	5.5	5.6	5.3	3.8	5.5	6.2
합성고무	8.6	0.3	2.0	2.3	4.9	7.0	6.7	6.7	3.5	6.3	7.0
합성수지	2.5	0.0	4.1	2.5	3.0	1.9	2.3	2.7	2.3	2.4	2.6
기 타	9.4	5.9	4.4	2.8	8.5	6.6	6.8	5.5	5.7	6.8	7.9
세전이익	132.3	9.7	44.3	(52.6)	47.9	29.7	66.5	61.1	133.7	205.2	387.4
당기 순이익	103.2	10.3	40.0	(27.3)	33.9	25.9	51.9	47.7	126.1	159.3	302.2
지배주주순이익	101.6	8.9	40.6	(21.5)	34.3	25.9	50.8	46.7	129.6	157.8	300.7

자료: 금호석유, 현대증권

그림 3> 2013 ~ 14년 수익전망 조정 내역

(십억원)	변경후		변경전		변경률 (%)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출	5,631.1	6,154.3	6,206.7	7,031.4	(9.3)	(12.5)
영업이익	308.7	384.4	412.8	565.7	(25.2)	(32.0)
경상이익	205.2	387.4	379.4	544.2	(45.9)	(28.8)
순이익	159.3	302.2	292.4	424.5	(45.5)	(28.8)
EPS (원)	5,769	10,996	10,424	15,057	(44.7)	(27.0)

자료: 금호석유, 현대증권

그림 4> 적정주가 기준 135,000원에서 110,000원으로 하향

(단위: 십억원)		EBITDA (‘13~‘14년)	Multiple	Fair Value	비 고
[사업가치](A)	합성고무	286.2	7.0	2,003.4	Global 합성고무기업들 Target Multiple 적용
	합성수지 및 기타	69.5	6.0	417.0	호남석유 Target Multiple(7.0배) 15% 할인
	열병합발전	101.5	9.0	913.5	높은 수익성과 안정적인 이익창출 반영
	금호피앤비화학	65.4	6.0	306.9	호남석유 Target Multiple(7.0배) 15% 할인
	소 계			3,640.8	
		Market Value	지분율	Fair Value	
[투자자산](B)	아시아나항공	927.7	12.6%	116.9	시가총액(2013.07.18)기준
	대우건설	2,975.9	3.5%	104.8	상동
	금호미쓰이 등			566.0	금호미쓰이, 폴리캠 등 장부가(2013.1Q) 기준
	소 계			787.7	
합 계(A+B)				4,428.4	
-) 순차입금				1,762.0	'13년말 예상
적정 시가총액				2,570.0	우선주 시가총액(96.4십억원) 차감
자사수 매각시 현금유입				643.1	자사수 5,592천주 @ 주당 11.5만원
주식수(천주)				30,468	보통주 발행주식(CB전환 물량 5,043천주 포함)
적정 주가(원)				105,461	

자료: 금호석유, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	6,457.4	5,883.7	5,631.2	6,154.3	6,500.7
매출원가	5,410.3	5,480.6	5,133.4	5,572.3	5,808.5
매출총이익	1,047.0	403.1	497.8	582.0	692.2
판매비와관리비	208.0	179.3	189.1	197.6	206.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	839.0	223.8	308.7	384.4	485.7
EBI TDA	993.6	383.7	484.7	554.4	640.7
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(103.5)	3.0	(5.0)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(127.5)	(87.5)	(15.9)
지분법손익	72.8	67.0	54.0	90.0	5.4
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(30.0)	0.5	5.5
세전이익	758.4	133.7	205.2	387.4	480.7
법인세비용	214.6	7.6	45.9	85.2	105.8
당기순이익	543.8	126.1	159.3	302.2	374.9
지배기업순이익	505.6	129.6	157.8	300.7	367.4
총포괄이익	470.5	157.2	18.8	32.4	374.9
지배기업총포괄이익	433.9	155.9	17.3	30.9	367.4
순비용상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	505.6	129.6	157.8	300.7	367.4

현금흐름표 (십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
당기순이익	543.8	126.1	159.3	302.2	374.9
유동자산상각비	154.5	159.9	176.0	170.0	155.0
기타비현금손익 조정	359.0	119.9	9.2	13.3	119.4
운전자본투자	(196.0)	(64.3)	(46.9)	(66.3)	(116.7)
기타영업현금흐름	(191.8)	(96.2)	(96.7)	(85.2)	(105.8)
영업활동 현금흐름	669.5	245.5	200.9	334.0	426.9
설비투자	(290.8)	(368.3)	(200.0)	(200.0)	(250.0)
무형자산투자	(4.0)	(2.8)	(2.4)	(2.4)	0.0
단기금융자산 증감	5.1	0.2	(1.5)	(1.5)	0.0
투자자산증감	44.8	(2.9)	(24.0)	(28.0)	0.0
기타투자현금흐름	(1.1)	0.0	13.3	(4.2)	0.0
투자활동 현금흐름	(246.0)	(373.8)	(214.6)	(236.1)	(250.0)
금융부채 증감	(51.3)	(75.9)	(75.0)	(70.0)	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(55.9)	(83.8)
기타재무현금흐름	5.4	0.0	140.8	16.0	(82.2)
재무활동 현금흐름	(69.0)	(131.9)	9.9	(110.0)	(186.1)
기타현금흐름	(0.2)	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	354.3	(258.8)	(3.9)	(12.1)	10.8
기초 현금 및 현금성자산	150.8	505.1	246.2	242.4	230.3
기말 현금 및 현금성자산	505.1	246.2	242.4	230.3	241.2
총영업현금흐름	881.0	365.8	362.9	469.9	533.7
영여현금흐름	412.2	(83.3)	513.3	226.3	272.9
순현금흐름	134.8	(61.9)	63.8	88.4	111.9
순현금 (순차입금)	(1,763.7)	(1,825.7)	(1,761.9)	(1,673.5)	(1,561.6)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 성장률	NA	(8.9)	(4.3)	9.3	5.6
영업이익 성장률	NA	(73.3)	37.9	24.5	26.4
EBITDA 성장률	NA	(61.4)	26.3	14.4	15.6
지배기업순이익 성장률	7.3	(74.4)	21.8	90.6	22.2
수정순이익 성장률	7.3	(74.4)	21.8	90.6	22.2
영업이익률	13.0	3.8	5.5	6.2	7.5
EBITDA 이익률	15.4	6.5	8.6	9.0	9.9
당기순이익률	8.4	2.1	2.8	4.9	5.8
수정순이익률	7.8	2.2	2.8	4.9	5.7

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비용상손익)

순비용상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 금호석유화학, 현대증권

재무상태표 (십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
현금 및 현금성자산	505.1	246.2	242.4	230.3	241.2
단기금융자산	33.2	21.3	20.8	21.2	22.3
매출채권	887.1	585.7	636.1	671.1	729.3
채고자산	581.6	567.3	573.5	652.0	737.7
기타유동자산	51.2	69.5	74.8	81.7	85.8
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,547.5	1,656.3	1,816.2
투자자산	683.5	721.1	693.6	728.3	764.7
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,396.5	2,396.5	2,446.5
무형자산	35.2	28.4	30.1	31.6	33.2
이연법인세자산	0.0	10.3	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	15.0	31.3	18.0	22.2	22.2
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,138.2	3,178.6	3,266.5
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,685.7	4,834.9	5,082.8

매입채무	428.1	287.3	290.7	300.9	315.9
단기금융부채	1,935.5	881.9	784.5	734.5	684.5
단기충당부채	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	349.5	269.1	280.8	324.8	341.0
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,356.0	1,360.2	1,341.5
장기금융부채	366.5	1,211.3	1,240.5	1,190.5	1,140.5
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	26.4	27.3	26.9	26.5	26.1
이연법인세부채	39.4	61.1	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	11.6	14.2	400.5	429.7	535.6
비유동부채	444.0	1,313.9	1,667.9	1,646.7	1,702.2
부채총계	3,157.2	2,752.4	3,023.9	3,006.9	3,043.7

자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
기타자본항목	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)	(40.2)
기타포괄손익누계액	8.3	41.9	(58.0)	(138.0)	(218.0)
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,215.0	1,459.7	1,743.3
지배기업 자본총계	1,447.7	1,547.7	1,549.5	1,714.3	1,917.9

비지배자본	109.4	110.7	112.2	113.7	121.2
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,661.8	1,828.0	2,039.1
부채와자본총계	4,714.2	4,410.7	4,685.7	4,834.9	5,082.8

주요지표 (원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
EPS	22,813	4,738	5,769	10,996	13,438
수정EPS	22,813	4,738	5,769	10,996	13,438
주당순자산(BPS)	51,891	55,474	55,541	61,446	68,744
주당매출액(SPS)	278,490	210,895	201,844	220,595	233,011
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	37,997	13,112	13,009	16,843	19,131
주당배당금	2,000	2,000	2,000	3,000	3,000
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	(35.2)	(21.6)	41.5	NA	NA

주주가지 및 재무구조 (%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
ROE	34.9	8.7	10.2	18.4	20.2
ROA	13.8	4.5	4.8	7.4	8.3
ROIC	26.9	7.4	6.7	10.8	13.4
WACC	10.5	9.4	7.5	7.3	7.9
ROIC/WACC (배)	2.6	0.8	0.9	1.5	1.7
경제적이익 (EP, 십억원)	541.5	(48.0)	(26.1)	99.6	158.3
부채비율	202.8	166.0	182.0	164.5	149.3
순금융부채비율	113.3	110.1	106.0	91.5	76.6
이자보상배율 (배)	7.1	3.8	6.1	8.4	13.6

- 금호석유화학: ELW발행 및 유동성 공급자(LP). 당사는 동 조식분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자 의견: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기법: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 ▲, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

