

금호석유 (011780)

바닥은 통과, 회복 속도는?

석유정제

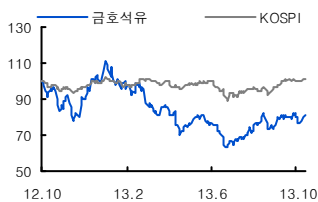
(Upgrade)	Trading Buy
목표주가 (원, 12M)	120,000
현재주가(13/10/14,원)	101,000
상승여력	19%

영업이익(13F,십억원)	239
Consensus 영업이익(13F,십억원)	270

EPS 성장률(13F,%)	-13.0
MKT EPS 성장률(13F,%)	20.9
P/E(13F,x)	30.0
MKT P/E(13F,x)	10.5
KOSPI	2,020.27

시가총액(십억원)	3,077
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	57.5
외국인 보유비중(%)	9.6
베타(12M,일간수익률)	1.43
52주 최저가(원)	77,000
52주 최고가(원)	140,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.5	7.9	-13.7
상대주가	1.2	2.9	-18.2



바닥 통과, 그러나 아직 많은 잉여 설비

11년 이후 공급 과잉이 심화된 합성고무 업황은 13년 바닥을 통과하고 있다. 공급 증가율은 13년에 정점을 통과하고, 수요 증가율은 13년을 저점으로 회복될 전망이다. 다만 잉여 설비가 아직 많은 상황이기 때문에 실적 개선의 속도는 더딜 전망이다. 최근 공급 차질로 부타디엔 가격이 상승하고 있는데 합성고무 가격은 이를 모두 전가시키지 못하고 있다.

모멘텀이 바닥을 지나 15년까지 회복될 것으로 예상되어 투자 의견은 Trading Buy로 상향 조정한다. 목표주가 120,000원은 15년 BPS에 목표 PBR 1.8배(ROE 18%)를 적용한 것이다. 실적은 3분기를 바닥으로 개선될 것으로 전망하나 본격적인 실적 개선은 잉여 설비가 소화된 이후인 14년 하반기 정도로 판단한다. 주가 조정 시 매수 전략을 추천한다.

3분기 부진, 4분기 개선되나 더딘 개선 예상

금호석유의 3분기 영업이익은 244억원으로 부진할 전망이다. 합성고무 가격이 빠르게 하락한 반면 부타디엔 가격은 1개월 전에 구매한 부타디엔이 적용되기 때문에 합성고무 스프레드가 둔화되었다. BPA와 ABS는 부진한 수요와 원재료 가격 강세, 공급 과잉 부담으로 부진했을 것으로 추정된다. 에너지 부문만 견조한 실적을 시현할 전망이다.

4분기 영업이익은 610억원으로 개선될 것으로 전망한다. 부타디엔 가격이 반등함에 따라 합성고무 가격도 반등하고 있고 원료 투입가-제품가의 시차 때문에 마진은 확대되고 있다. 다만 아직 합성고무 수요가 부진한 상황이기 때문에 부타디엔 가격 상승분을 합성고무 가격에 모두 반영하지는 못하고 있다. ABS/BPA는 부진한 업황이 지속되고 있다. 실적 개선의 속도가 빠르지는 않을 전망이다.

13년 합성고무 설비가 약 10% 증가했는데 합성고무 수요는 정상적인 경기 상황에서 5~6% 증가한다. 잉여 설비가 소화되기 시작하는 시점은 14년 하반기 정도로 추정된다. 14년 하반기에는 에너지 부문 증설도 예정되어 있어 실적 모멘텀이 부각될 수 있다. 주가 하락 시 혹은 14년 상반기에 추세적 상승을 노려볼 만하다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,957	6,457	5,884	5,239	5,918	6,243
영업이익(십억원)	571	839	224	239	435	551
영업이익률 (%)	11.5	13.0	3.8	4.6	7.4	8.8
순이익(십억원)	316	506	130	113	270	367
EPS (원)	11,109	15,097	3,869	3,366	8,049	10,959
ROE (%)	49.1	44.5	8.7	7.1	15.3	17.8
P/E (배)	8.1	11.1	33.7	30.0	12.6	9.2
P/B (배)	3.1	3.9	2.8	2.1	1.8	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2013F				2014F				2013F	2014F	2015F
		1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	계	1,415	1,384	1,166	1,272	1,390	1,441	1,579	1,508	5,239	5,918	6,243
	합성고무	680	654	481	568	614	674	749	689	2,383	2,724	3,088
	합성수지	331	360	262	264	339	330	340	329	1,217	1,338	1,251
	페놀 유도체	277	254	293	310	307	307	315	315	1,134	1,246	1,205
	에너지	43	29	45	45	45	45	90	90	162	270	360
	기타	84	87	85	85	85	85	85	85	343	340	340
영업이익	계	78	77	24	61	90	89	142	114	240	435	551
	합성고무	34	46	1	30	53	54	68	57	111	232	275
	합성수지	10	7	0	0	6	4	13	6	17	29	37
	페놀 유도체	6	5	-4	4	4	4	11	11	10	29	49
	에너지	20	12	23	23	23	23	45	45	77	135	180
	기타	8	7	5	5	5	5	5	-5	25	10	10
세전이익		48	29	10	41	74	50	122	83	128	328	450
당기순이익		34	26	9	43	60	40	98	72	113	270	367
영업이익률		5.5	5.6	2.1	4.8	6.5	6.2	9.0	7.6	4.6	7.4	8.8
당기순이익률		2.4	1.9	0.8	3.4	4.3	2.8	6.2	4.8	2.2	4.6	5.9

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 6. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	5,172	5,593	5,239	5,918	1.3	5.8
영업이익	282	489	240	435	-14.8	-11.0
당기순이익	143	318	113	270	-21.2	-15.2
영업이익률	5.5	8.7	4.6	7.4	-0.9	-1.4
당기순이익률	2.8	5.7	2.2	4.6	-0.6	-1.1

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 7. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

	3Q12	2Q13	3Q13F		성장률	
			대우증권 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,432	1,384	1,166	1,275	-18.6	-15.7
영업이익	45	77	24	44	-46.0	-68.2
영업이익률	3.2	5.6	2.1	3.4	-1.1	-3.5
세전이익	44	29	10	32	-78.0	-66.4
당기순이익	41	26	9	25	-77.0	-64.3

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	5,884	5,239	5,918	6,243
매출원가	5,481	4,820	5,304	5,513
매출총이익	403	418	614	731
판매비와관리비	179	179	179	179
조정영업이익	224	239	435	551
영업이익	224	239	435	551
비영업손익	-90	-111	-107	-101
순금융비용	88	70	71	66
관계기업등 투자손익	67	7	-3	-3
세전계속사업손익	134	128	328	450
계속사업법인세비용	8	22	66	90
계속사업이익	126	106	263	360
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	126	106	263	360
지배주주	130	113	270	367
비지배주주	-4	-7	-7	-7
총포괄이익	157	143	300	397
지배주주	156	143	300	397
비지배주주	1	0	0	0
EBITDA	384	378	550	672
FCF	69	85	132	318
EBITDA마진율 (%)	6.5	7.2	9.3	10.8
영업이익률 (%)	3.8	4.6	7.4	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	2.2	4.6	5.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,490	1,426	1,699	2,016
현금 및 현금성자산	246	159	201	440
매출채권 및 기타채권	636	650	770	810
재고자산	567	580	687	723
기타유동자산	19	20	23	24
비유동자산	2,921	3,033	3,126	3,209
관계기업투자등	318	317	314	311
유형자산	2,130	2,239	2,329	2,413
무형자산	28	28	23	20
자산총계	4,411	4,459	4,825	5,225
유동부채	1,439	1,206	1,212	1,147
매입채무 및 기타채무	470	480	569	598
단기금융부채	882	638	538	438
기타유동부채	87	89	106	111
비유동부채	1,314	1,506	1,617	1,735
장기금융부채	1,211	1,403	1,511	1,627
기타비유동부채	75	71	70	68
부채총계	2,752	2,712	2,829	2,881
지배주주지분	1,548	1,634	1,884	2,231
자본금	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,113	1,171	1,391	1,709
비지배주주지분	111	112	112	113
자본총계	1,658	1,747	1,997	2,344

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	316	321	358	543
당기순이익	126	106	263	360
비현금수익비용가감	280	268	287	312
유형자산감가상각비	153	134	110	116
무형자산상각비	7	6	5	4
기타	-98	-61	-36	-36
영업활동으로인한자산및부채의변동	-64	-21	-126	-39
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	179	3	-120	-40
재고자산 감소(증가)	13	-12	-107	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-213	-9	89	30
법인세납부	-26	-32	-66	-90
투자활동으로 인한 현금흐름	-337	-207	-194	-188
유형자산처분(취득)	-368	-238	-200	-200
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	5	0	0	0
기타투자활동	30	32	7	13
재무활동으로 인한 현금흐름	-239	-202	-123	-115
장단기금융부채의 증가(감소)	-76	-151	-100	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-56	-56	-50	-50
기타재무활동	-108	-79	-81	-81
현금의증가	-259	-87	42	240
기초현금	505	246	159	201
기말현금	246	159	201	440

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	33.7	30.0	12.6	9.2
P/CF (x)	15.1	13.4	8.8	6.9
P/B (x)	2.8	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	15.7	13.7	9.4	7.4
EPS (원)	3,869	3,366	8,049	10,959
CFPS (원)	8,644	7,531	11,472	14,558
BPS (원)	46,560	49,170	56,754	67,225
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	43.2	44.1	18.5	13.6
배당수익률 (%)	1.5	2.0	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	-8.9	-11.0	13.0	5.5
EBITDA증가율 (%)	-61.4	-1.4	45.3	22.2
영업이익증가율 (%)	-73.3	6.7	82.1	26.7
EPS증가율 (%)	-74.4	-13.0	139.1	36.2
매출채권 회전율 (회)	8.0	8.9	9.1	8.6
재고자산 회전율 (회)	10.2	9.1	9.3	8.9
매입채무 회전율 (회)	16.5	18.0	18.5	17.5
ROA (%)	2.8	2.4	5.7	7.2
ROE (%)	8.7	7.1	15.3	17.8
ROIC (%)	7.6	6.9	11.3	13.6
부채비율 (%)	166.0	155.3	141.7	122.9
유동비율 (%)	103.6	118.2	140.2	175.8
순차입금/자기자본 (%)	110.1	106.7	91.7	68.5
영업이익/금융비용 (x)	2.2	3.1	5.6	7.0