

매수(유지)

- ▶ 현재주가 (2013/10/15)
103,000원
- ▶ 목표주가 (6M)
110,000원

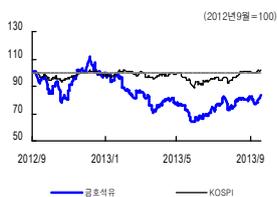
최석원

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

Stock Indicator

시가총액	31,382 억원
자본금	1,675 억원
발행주식수	30,468 천주
외국인지분율	10.2 %
주당배당금	2,000 원
60일평균거래량	211 천주
60일평균거래대금	203 억원
52주최고가	140,000 원
52주최저가	77,000 원

Price Trend



금호석유 (011780)

3분기를 저점으로 점진적 개선 기대

3분기 매출액 1조 2,643억원, 영업이익 136억원 예상

3분기 매출액은 1조 2,543억원(YoY -11.7%, QoQ -8.6%), 영업이익은 136억원(YoY -69.9%, QoQ -82.0%)을 기록할 것으로 예상된다. 부진한 실적이 예상되는 첫 번째 이유는 지난 7월부터 8월까지 지속된 부타디엔 가격 급락에 따른 합성고무 부문 실적 하락이다. 2분기 평균 \$1,387/ton이던 부타디엔 가격이 7월에 \$870/ton까지 약 37% 이상 급락하며 합성고무 가격이 하락했고(P 하락), 유통상들의 수요 역시 관망세로 전환되었으며(Q 하락), 원재료 투입 지연 효과에 따라 제품 스프레드 역시 생산 원가 수준으로 크게 하락했기 때문이다(M 하락). 폐놀부문 역시 원재료인 벤젠 가격은 구조적인 강세가 지속되는 가운데 부진한 백색가전 수요와 국내 증설 등의 영향으로 스프레드가 훼손되며 적자 전환이 예상된다.

3분기 실적을 저점으로 점진적인 개선 기대

역내 NCC 정기보수 및 부타디엔 증설 지연으로 수급이 개선되며 9월부터 부타디엔 가격은 완만한 회복세를 보이고 있다. 이에 따라 합성고무 제품 가격 및 스프레드는 점차 회복되고 있으며 그 동안 관망세에 있었던 합성고무 수요 역시 제품 가격 회복과 함께 점차 개선되고 있다. 또한 중국 경기 역시 꾸준히 개선되고 있어 동사의 수익성은 이번 3분기를 저점으로 회복될 가능성이 높다. 단, 전방산업인 타이어 수요는 여전히 RE를 중심으로 부진한 모습을 보이고 있고 중국의 합성고무 가동률 역시 50%대에 머물고 있어 수익성 회복의 속도는 완만할 것으로 판단한다.

투자 의견 'Buy' 유지, 목표주가 '110,000원'으로 상향

투자 의견 'Buy'를 유지하고, 목표주가는 '100,000원'에서 '110,000원'으로 10% 상향한다. 목표주가는 가치합산방식(Sum of the Parts) 방식으로 실적 반영기간 변경을 반영하여 산출하였다.

12 월결산	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	2.2	44.5	1.1
2012	58,837	2,238	1,337	1,296	3,869	-78.0	33.4	2.8	5.8	8.7	1.5
2013F	53,915	2,209	1,370	1,266	3,781	-2.3	27.2	2.1	12.5	8.0	1.9
2014F	63,248	4,290	3,618	3,346	9,989	164.2	10.3	1.8	7.7	19.0	1.9
2015F	73,623	6,646	6,030	5,576	16,648	66.7	6.2	1.4	5.1	26.0	1.9

주: K-IFRS 연결기준

[3Q13 실적 Preview]

원재료인 부타디엔 가격 급락에 따라 동사의 주력 제품인 합성고무 가격 역시 급락했고(P 하락), 유통상들의 수요도 관망세로 전환되었으며(Q 하락), 원재료 투입 지연 효과에 따라 제품 스프레드 역시 생산 원가 수준으로 크게 하락하며(M 하락) 3분기 영업이익은 136억원(YoY -69.9%, QoQ -82.0%)으로 저조할 것으로 예상된다. 폐놀부문 역시 원재료인 벤젠 가격은 구조적인 강세가 지속되는 가운데 부진한 백색가전 수요와 국내 증설 등의 영향으로 스프레드가 훼손되며 적자 전환이 예상된다.

<표 1> 금호석유 부문별 실적 추정

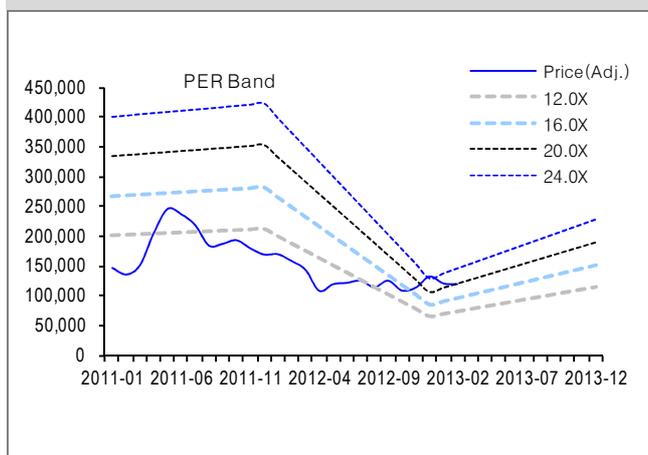
(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
Sales	1,623	1,584	1,432	1,245	1,417	1,383	1,264	1,348	1,459	1,547	1,629	1,689
합성고무	871	857	693	617	680	629	563	645	686	778	843	897
합성수지	342	323	337	287	331	346	338	341	367	363	369	372
페놀유도체	290	271	274	216	277	261	242	236	266	262	270	271
정밀화학	43	45	37	37	44	41	41	41	51	51	51	51
에너지	45	39	43	42	43	42	42	42	43	43	43	43
기타	31	49	48	48	42	42	39	43	46	49	52	55
Operating Profit	122	26	45	31	78	76	14	54	70	100	126	133
OPM	7.5%	1.7%	3.2%	2.5%	5.5%	5.5%	1.1%	4.0%	4.8%	6.5%	7.7%	7.9%

	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	5,884	5,392	6,325	7,362
합성고무	3,038	2,517	3,205	3,602
합성수지	1,289	1,357	1,471	1,425
페놀유도체	1,051	1,016	1,069	1,660
정밀화학	162	167	205	205
에너지	168	169	173	251
기타	176	167	202	219
영업이익	224	221	429	665
OPM	3.8%	4.1%	6.8%	9.0%

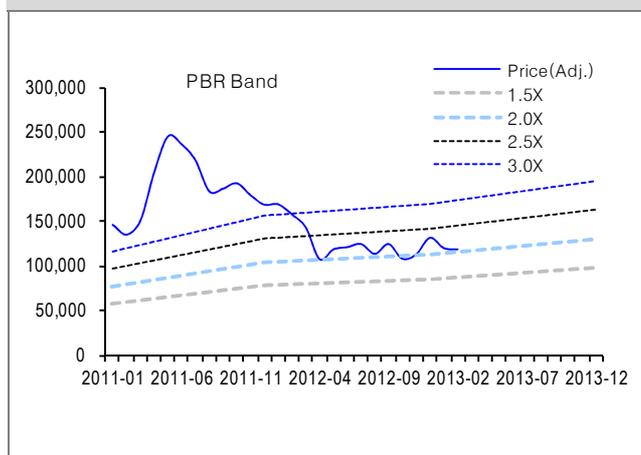
자료: BS투자증권

<그림 1> Historical P/E band



자료: WiseFn, BS 투자증권

<그림 2> Historical P/B band



자료: WiseFn, BS 투자증권

<표 2> Valuation Table

(단위: 십억원, 원)

1. 영업자산 가치				3,623
2013E, 2014E 평균 EBITDA	적정배율	총사업가치		
503	7.2	3,623		
2. 투자자산 가치				840
관계기업투자	지분율	장부금액	배수	관계기업 적정가치
	2013	2013	PBR	
금호미쓰이 화학	50.0%	77	1.5	115
금호폴리켐	50.0%	150	1.5	225
상해일러소료유한공사	50.0%	16	1.0	16
남경금포금호화학유한공사	50.0%	45	1.0	45
일조금호금마화학유한공사	50.0%	13	1.0	13
강소금호양동화학유한공사	50.0%	16	1.0	16
				430
비유동 매도가능금융자산		장부금액	배수	비유동 매도가능 적정가치
		2013	PBR	
비상장주식 (원가법)		12	0.8	10
비상장주식 (평가기법사용)		49	0.8	39
수익증권		49	0.8	39
아시아나항공		142	1.0	142
대우건설		134	1.0	134
동양건설산업		0	1.0	0
CJ대한통운		32	1.0	32
				396
유동 매도가능금융자산		장부금액	배수	유동 매도가능 적정가치
		2013	PBR	
비상장주식 (원가법)		12	0.8	9
비상장주식 (평가기법사용)		1	0.8	0
수익증권		0	0.8	0
대한통운		3	1.0	3
금호산업		0	1.0	0
금호타이어		2	1.0	2
				14
3. 순차입금 (2013E, 2014E 평균)				1,681
4. 보통주 주주가치	(1 + 2 - 3)			2,783
5. 주당 주주가치				111,871
	(단위:주)	보통주 총발행주식수	30,467,691	
		자사주	5,592,528	
		희석가능물량	-	
		발행주식수	24,875,163	

자료: BS투자증권

재무상태표					
12월결산(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	14,739	18,088	23,441
현금및현금성자산	5,051	2,462	3,555	5,619	9,604
단기금융자산	332	213	224	235	247
매출채권	8,871	5,857	5,099	5,383	5,639
재고자산	5,816	5,673	5,199	6,098	7,099
비유동자산	26,561	29,206	30,371	32,151	34,271
유형자산	19,224	21,296	22,493	24,293	26,429
무형자산	352	284	243	215	190
지분관련투자자산	2,705	3,181	3,181	3,181	3,181
자산총계	47,142	44,107	45,110	50,239	57,713
유동부채	27,132	14,385	14,112	15,911	17,872
매입채무	4,281	2,873	2,612	2,987	3,402
단기차입금	7,875	7,924	7,765	7,688	7,611
유동성장기부채	11,228	778	817	858	901
비유동부채	4,440	13,139	13,740	14,373	15,018
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	27,851	30,284	32,890
지배주주지분	14,477	15,477	16,185	18,971	23,987
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	11,839	14,625	19,641
비지배주주지분	1,094	1,107	1,073	984	835
자본총계	15,571	16,584	17,258	19,955	24,823
순차입금(순현금)	17,454	18,161	17,545	16,070	12,708

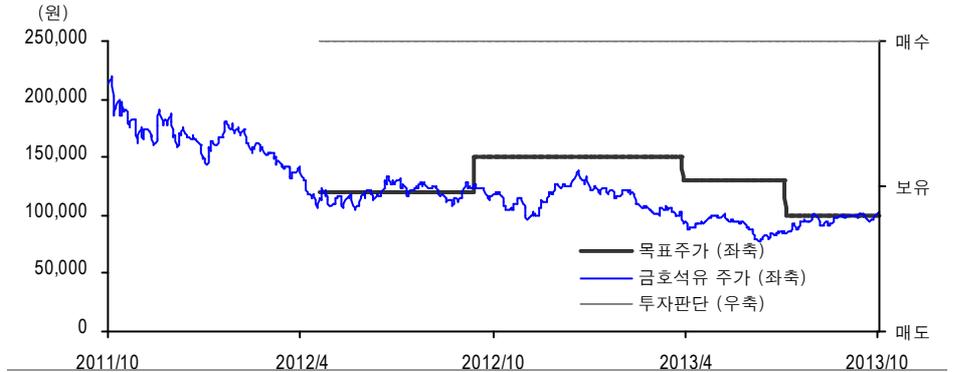
현금흐름표					
12월결산(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	6,684	2,455	4,702	5,624	7,551
당기순이익	5,438	1,261	1,233	3,256	5,427
유형자산감가상각비	1,460	1,530	1,634	1,787	1,927
무형자산상각비	85	70	68	60	53
외화환산손실(이익)	38	(19)	0	0	0
자산처분손실(이익)	23	20	0	0	0
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	0
운전자본변동	(1,971)	(643)	1,001	(217)	(345)
투자활동현금흐름	(2,449)	(3,738)	(2,977)	(3,042)	(3,082)
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)	(3,026)	(3,063)
무형자산의 감소(증가)	(40)	(28)	(28)	(32)	(29)
FCF	4,235	(1,283)	1,724	2,583	4,469
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)	1,092	2,064	3,985
기초현금	1,508	5,051	2,462	3,555	5,619
기말현금	5,051	2,462	3,555	5,619	9,604

자료: BS투자증권 리서치센터

손익계산서					
12월결산(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	53,915	63,248	73,623
증가율(%)	30.3	(8.9)	(8.4)	17.3	16.4
매출원가	54,103	54,806	49,819	56,978	64,898
매출총이익	10,470	4,031	4,096	6,270	8,726
매출총이익률(%)	16.2	6.9	7.6	9.9	11.9
판매비와관리비	2,080	1,793	1,887	1,980	2,079
영업이익	8,390	2,238	2,209	4,290	6,646
증가율(%)	49.7	(73.3)	(1.3)	94.2	54.9
영업이익률(%)	13.0	3.8	4.1	6.8	9.0
금융수익	617	749	619	622	666
금융비용	2,182	1,395	1,240	1,116	1,144
외환차익(차손)	(149)	38	101	201	141
외화환산이익(손실)	(38)	19	(26)	(26)	(26)
관계기업관련손익	728	670	703	739	776
세전계속사업이익	7,584	1,337	1,370	3,618	6,030
법인세비용	2,146	76	137	362	603
당기순이익	5,438	1,261	1,233	3,256	5,427
증가율(%)	57.2	(76.8)	(2.3)	164.2	66.7
당기순이익률(%)	8.4	2.1	2.3	5.1	7.4
지배주주지분	5,056	1,296	1,266	3,346	5,576
비지배주주지분	381	(35)	(34)	(89)	(149)
총포괄이익	4,705	1,572	1,544	3,568	5,738
지배주주지분	4,339	1,559	1,531	3,538	5,690
비지배주주지분	366	13	13	30	48
EBITDA	9,936	3,837	3,911	6,137	8,627

주요투자지표					
12월결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
PER (배)	10.4	33.4	27.2	10.3	6.2
PBR (배)	4.2	2.8	2.1	1.8	1.4
PSR (배)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR (배)	5.1	10.6	7.3	4.8	3.7
EV/ EBITDA (배)	2.2	5.8	12.5	7.7	5.1
배당수익률 (%)	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9
EPS (원)	17,569	3,869	3,781	9,989	16,648
BPS (원)	43,226	46,211	48,327	56,646	71,623
SPS (원)	224,373	175,679	160,983	188,850	219,829
CFPS (원)	35,413	12,225	14,162	21,304	28,116
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
ROA (%)	12.3	2.8	2.8	6.8	10.1
ROE (%)	44.5	8.7	8.0	19.0	26.0
ROIC (%)	26.6	8.8	8.4	16.1	24.4
영업이익률 (%)	13.0	3.8	4.1	6.8	9.0
순이익률 (%)	8.4	2.1	2.3	5.1	7.4
EBITDA이익률 (%)	15.4	6.5	7.3	9.7	11.7
부채비율 (%)	202.8	166.0	161.4	151.8	132.5
순부채비율 (%)	112.1	109.5	101.7	80.5	51.2
유동성비율 (%)	131.8	96.5	95.7	88.0	76.2
이자보상배율 (배)	6.0	2.2	2.3	4.3	6.4

투자 의견 및 목표주가 추이



변경일자	투자 의견	목표주가(원)
2012-05-02	매수	120,000
2012-09-26	매수	150,000
2013-04-12	매수	130,000
2013-07-19	매수	100,000
2013-10-15	매수	110,000



투자등급 (기업투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)
 기업: 6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
 산업: 6개월 투자 비중에 대한 의견 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

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 주간사로 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 하시기를 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 신승센터빌딩 16층 (우:150-977)
 ☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-299