

금호석유 (011780)

바닥은 통과, 속도는 조절

화학

Results Comment
2013. 10. 21

(Maintain) **Trading Buy**

목표주가 (원, 12M) **120,000**

현재주가(13/10/18, 원) **112,000**

상승여력 **7%**

영업이익(13F, 십억원)	202
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	266
EPS 성장률(13F, %)	-27.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.4
P/E(13F, x)	39.9
MKT P/E(13F, x)	10.9
KOSPI	2,052.40
시가총액(십억원)	3,412
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	57.5
외국인 보유비중(%)	9.3
베타(12M, 일간수익률)	1.44
52주 최저가(원)	77,000
52주 최고가(원)	140,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	28.2	-5.5
상대주가	10.2	20.1	-10.3



정유/화학

박연주

02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지

02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

3Q review: 폐놀유도체 부문 실적 둔화로 컨센서스 하회

금호석유의 3분기 실적은 영업 적자 15억원을 기록해 최근 낮아진 컨센서스 (200억원 수준)을 하회하였다. 3분기에는 합성고무 가격이 빠르게 하락한 반면 원재료인 부타디엔은 고가에 투입되면서 재고자산평가 손실 등으로 합성고무 부문 실적이 전분기대비 둔화되었다.

합성수지도 SM 등 원재료 가격이 하락한 반면 수요 부진으로 판가 상승은 더더 성수기 진입에도 불구하고 전분기대비 실적이 둔화되었다. 특히 **폐놀유도체 부문이 신규 설비 가동 및 수요 부진으로 기동률을 낮춤에 따라 적자가 크게 발생**하여 실적이 예상보다 부진했던 배경이 되었다. 에너지 부문은 높은 마진율을 유지한 것으로 추정된다.

실적 발표 자료에서 **금호석유는 4분기에는 실적이 개선될 것으로 기대**하였다. 합성고무 부문에 있어 원재료인 부타디엔 가격은 공급 확대로 둔화될 것으로 전망한 반면 합성고무는 정기보수 등으로 공급이 타이트해질 것으로 예상하였다. 합성수지도 원재료인 SM 가격 하락 및 수요 개선으로 전분기대비 개선될 것으로 전망하였다.

4분기 합성고무 부문 개선 vs 폐놀유도체 부진 전망

4분기 영업이익은 503억원으로 3분기대비 개선될 전망이다. 부타디엔 가격이 반등하고 이에 따라 합성고무 가격도 반등하고 있어 합성고무 부문의 실적은 자연스럽게 개선될 전망이다. 다만 합성고무의 경우 13년 전세계 수요의 약 10%에 해당하는 설비가 증설되어 잉여 설비가 늘어났기 때문에 마진 개선의 속도는 점진적일 전망이다.

폐놀유도체 부문 역시 13년 공급이 크게 확대된 상태이기 때문에 당분간 부진한 업황이 이어질 전망이다. 폐놀유도체 부문의 본격적인 실적 개선은 14년 하반기 정도로 예상된다.

바닥은 통과, 속도는 조절, Trading Buy 투자의견 유지

11년 이후 둔화된 합성고무 업황은 13년을 바닥으로 개선될 것으로 전망된다. 13년 공급이 크게 확대된 이후 공급 증가율이 둔화되는 반면 수요는 13년을 바닥으로 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 잉여 설비가 13년에 늘어난 만큼 소화에는 시간이 걸릴 전망이다. 최근 부타디엔 가격이 반등하고 있지만 합성고무의 가격 상승은 다소 더딘 모습이다.

11년 높은 마진을 보였던 폐놀유도체도 13년 공급이 늘어나 잉여 설비 소화에 시간이 걸릴 전망이다. 3분기를 바닥으로 4분기부터 실적 개선이 기대되나 본격적인 실적 개선은 14년 하반기로 예상된다. 다만 업황이 바닥을 통과했음을 감안 시 밸류에이션 매력에 생기면 중장기적 관점에서 투자가 가능하다. 금호석유에 대해 투자의견 Trading Buy와 목표가 120,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,957	6,457	5,884	5,229	5,768	6,243
영업이익(십억원)	571	839	224	202	392	551
영업이익률 (%)	11.5	13.0	3.8	3.9	6.8	8.8
순이익(십억원)	316	506	130	94	252	383
EPS (원)	11,109	15,097	3,869	2,810	7,524	11,445
ROE (%)	49.1	44.5	8.7	6.0	14.6	18.9
P/E (배)	8.1	11.1	33.7	39.9	14.9	9.8
P/B (배)	3.1	3.9	2.8	2.3	2.0	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

금호석유
바닥은 통과, 속도는 조절

표 1. 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2013F				2014F				2012	2013F	2014F
		1Q	2Q	3QP	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	계	1,415	1,384	1,192	1,236	1,321	1,398	1,563	1,486	5,884	5,229	5,768
	합성고무	680	654	511	568	614	674	749	689	3,038	2,413	2,724
	합성수지	331	360	340	330	339	330	340	329	1,289	1,362	1,338
	페놀 유도체	277	254	205	208	238	265	299	293	1,051	943	1,096
	에너지	43	29	44	45	45	45	90	90	168	161	270
	기타	84	87	92	85	85	85	85	85	338	350	340
영업이익	계	78	77	-2	50	76	80	127	108	224	204	392
	합성고무	34	46	0	39	53	54	68	57	113	119	232
	합성수지	10	7	3	1	6	4	13	6	31	22	29
	페놀 유도체	6	5	-25	-17	-10	-6	-4	5	-7	-32	-14
	에너지	20	12	21	23	23	23	45	45	81	75	135
	기타	8	7	-1	5	5	5	5	-5	6	19	10
세전이익	48	29	-5	30	61	40	118	76	134	102	295	
당기순이익	34	26	4	30	49	32	104	67	130	94	252	
영업이익률	5.5	5.6	-0.1	4.1	5.8	5.7	8.1	7.3	3.8	3.9	6.8	
당기순이익률	2.4	1.9	0.3	2.4	3.7	2.3	6.7	4.5	2.2	1.8	4.4	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	5,239	5,918	5,229	5,768	-0.2	-2.5
영업이익	240	435	204	392	-15.2	-10.0
당기순이익	113	270	94	252	-16.7	-6.7
영업이익률	4.6	7.4	3.9	6.8	-0.7	-0.6
당기순이익률	2.2	4.6	1.8	4.4	-0.4	-0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

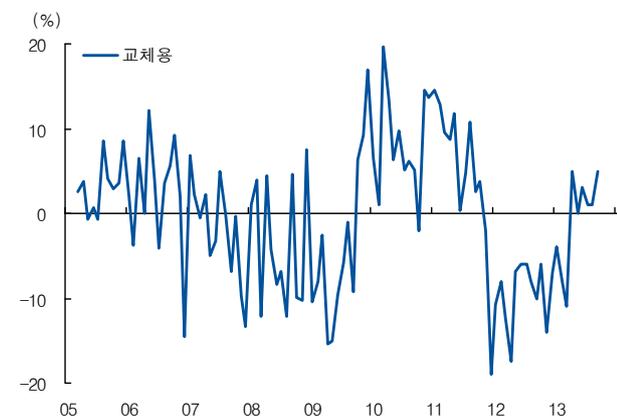
표 3. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

	3Q12	2Q13	3Q13P			성장률	
			실제치	대우증권 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,432	1,383	1,192	1,166	1,273	-16.7	-13.8
영업이익	45	76	-2	24	38	적전	적전
영업이익률	3.2	5.5	-0.1	2.1	3.0	-3.3	-5.6
세전이익	44	29	-5	10	28	적전	적전
당기순이익	40	26	1	9	22	-97.0	-95.3

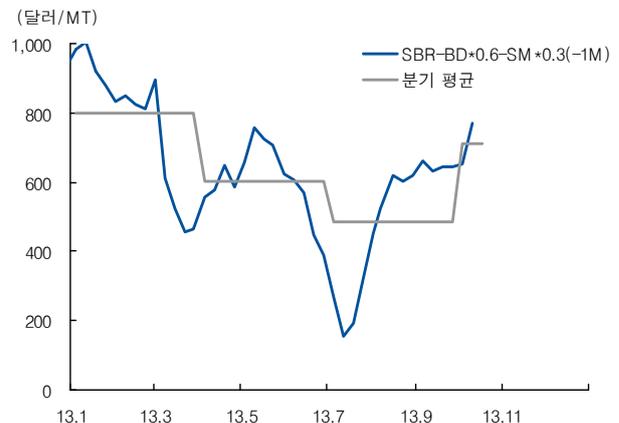
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 유럽 교체용 타이어 수요 증가율: 최근 반등세



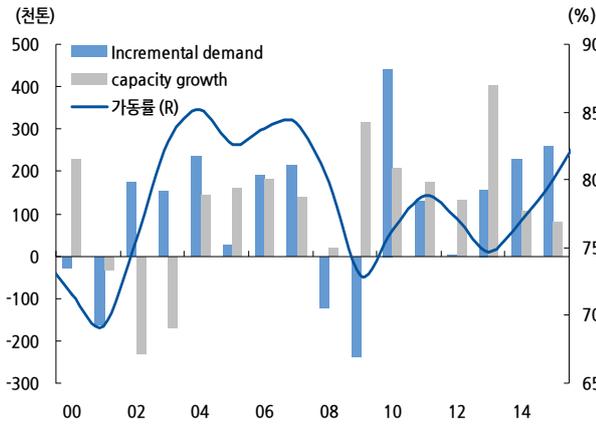
자료: 미쉐린

그림 2. 합성고무(SBR)과 원재료 스프레드 추이



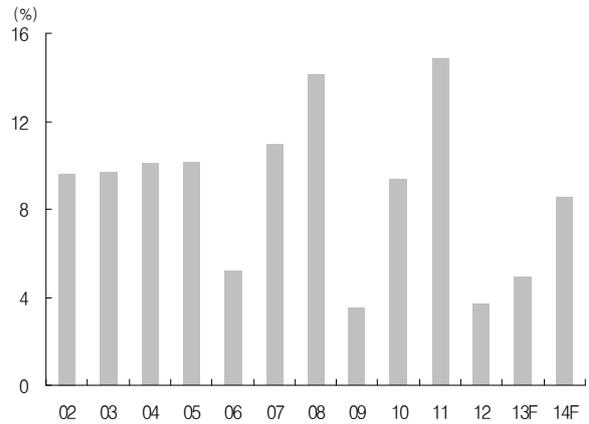
자료: 플랫츠

그림 3. 합성고무 수급 전망: 13년을 바닥으로 개선



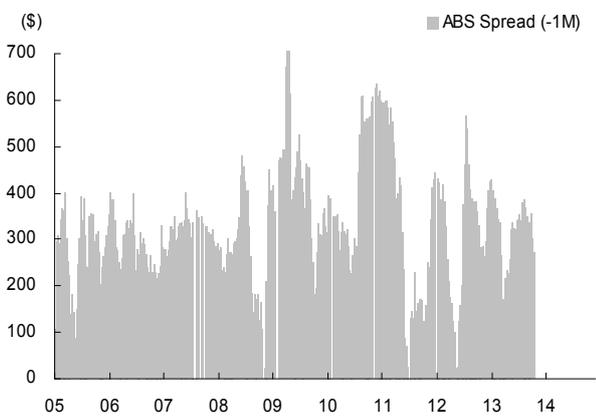
자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 금호석유의 고무 부문 영업이익률 추이: 11년은 평균 이상



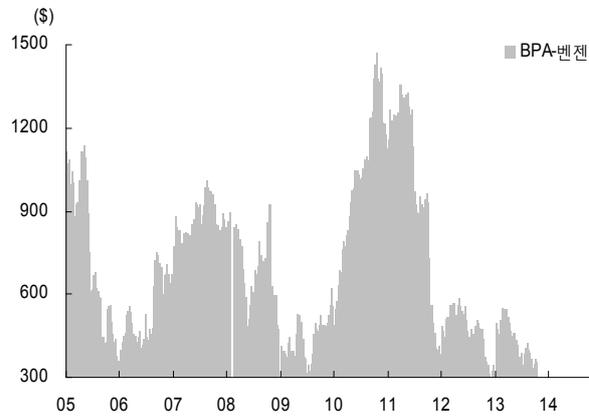
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. ABS 스프레드 추이: 원재료 가격 상승 및 수요 부진으로 둔화



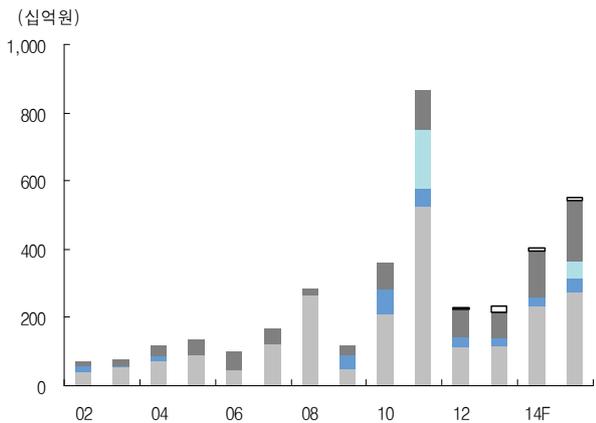
자료: 씨스켐

그림 6. BPA 스프레드 추이: 원재료 상승 및 수요 부진으로 둔화



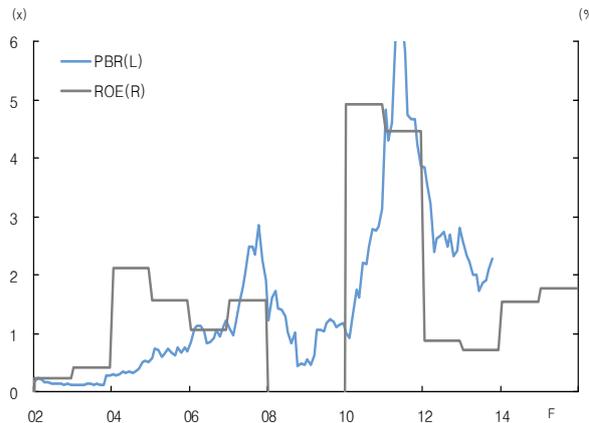
자료: 씨스켐

그림 7. 금호석유 부문별 영업이익 추정: 바닥은 통과, 속도는 조절



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 금호석유 ROE-PBR 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

금호석유
바닥은 통과, 속도는 조절

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	5,884	5,229	5,768	6,243
매출원가	5,481	4,847	5,197	5,513
매출총이익	403	382	571	731
판매비와관리비	179	179	179	179
조정영업이익	224	202	392	551
영업이익	224	202	392	551
비영업손익	-90	-101	-97	-92
순금융비용	88	71	73	68
관계기업등 투자손익	67	7	-3	-3
세전계속사업손익	134	102	295	459
계속사업법인세비용	8	24	59	92
계속사업이익	126	78	236	367
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	126	78	236	367
지배주주	130	94	252	383
비지배주주	-4	-16	-16	-16
총포괄이익	157	115	273	404
지배주주	156	124	282	413
비지배주주	1	-9	-9	-9
EBITDA	384	342	506	672
FCF	69	67	89	305
EBITDA마진율 (%)	6.5	6.5	8.8	10.8
영업이익률 (%)	3.8	3.9	6.8	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	1.8	4.4	6.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	316	302	314	529
당기순이익	126	78	236	367
비현금수익비용가감	280	259	271	305
유형자산감가상각비	153	134	110	116
무형자산상각비	7	6	5	4
기타	-98	-50	-25	-25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-64	-1	-134	-51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	179	21	-128	-51
재고자산 감소(증가)	13	5	-114	-46
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-213	-23	94	38
법인세납부	-26	-34	-59	-92
투자활동으로 인한 현금흐름	-337	-207	-195	-190
유형자산처분(취득)	-368	-238	-200	-200
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	5	0	0	0
기타투자활동	30	32	6	11
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	-106	-4	223
기초현금	505	246	140	136
기말현금	246	140	136	359

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,490	1,372	1,613	1,934
현금 및 현금성자산	246	140	136	359
매출채권 및 기타채권	636	631	759	810
재고자산	567	563	677	723
기타유동자산	19	19	23	24
비유동자산	2,921	3,043	3,147	3,242
관계기업투자등	318	317	314	311
유형자산	2,130	2,239	2,329	2,413
무형자산	28	28	23	20
자산총계	4,411	4,414	4,760	5,177
유동부채	1,439	1,190	1,202	1,147
매입채무 및 기타채무	470	466	560	598
단기금융부채	882	638	538	438
기타유동부채	87	87	104	111
비유동부채	1,314	1,505	1,617	1,735
장기금융부채	1,211	1,403	1,511	1,627
기타비유동부채	75	71	70	68
부채총계	2,752	2,696	2,818	2,881
지배주주지분	1,548	1,616	1,848	2,211
자본금	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,113	1,153	1,355	1,689
비지배주주지분	111	103	94	84
자본총계	1,658	1,719	1,942	2,296

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	33.7	39.9	14.9	9.8
P/CF (x)	15.1	16.1	10.2	7.5
P/B (x)	2.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	15.7	16.2	11.0	7.9
EPS (원)	3,869	2,810	7,524	11,445
CFPS (원)	8,644	6,975	10,946	15,044
BPS (원)	46,560	48,614	55,673	66,631
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	43.2	52.9	19.7	13.0
배당수익률 (%)	1.5	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	-8.9	-11.1	10.3	8.2
EBITDA증가율 (%)	-61.4	-10.9	48.1	32.7
영업이익증가율 (%)	-73.3	-9.6	93.6	40.7
EPS증가율 (%)	-74.4	-27.4	167.7	52.1
매출채권 회전율 (회)	8.0	9.0	9.0	8.6
재고자산 회전율 (회)	10.2	9.3	9.3	8.9
매입채무 회전율 (회)	16.5	18.3	18.4	17.6
ROA (%)	2.8	1.8	5.1	7.4
ROE (%)	8.7	6.0	14.6	18.9
ROIC (%)	7.6	5.6	10.2	13.6
부채비율 (%)	166.0	156.8	145.2	125.5
유동비율 (%)	103.6	115.3	134.2	168.7
순차입금/자기자본 (%)	110.1	109.6	97.6	73.5
영업이익/금융비용 (x)	2.2	2.6	5.0	7.0

금호석유

바닥은 통과, 속도는 조절

Compliance Notice

- 금호석유: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 금호석유: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

