



금호석유화학 (011780)

BUY (유지)



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

RA **이상은**
02-6114-2922 sangeun.lee@hdsr.com

3분기 실적리뷰: 최악은 지나가는 상황

3Q13 실적은 시장컨센서스 하회

3분기 매출액은 1조 1,921억원으로 전분기대비 14% 감소하였고 영업손익은 16억원 적자전환하였다. 3분기 실적은 당초 기대수준을 크게 하회한 것으로 판단된다. 실적부진의 배경은 1) 3분기 합성고무 가격과 판매물량, spread 모두 하락하며 고무사업부 실적부진이 컸고, 2) 금호피앤비의 BPA 증설물량 가동으로 판매가격 급락하며 대규모 영업적자를 기록하였기 때문이다.

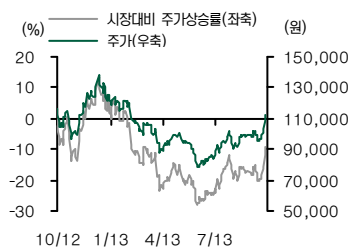
4Q13 영업이익 개선되지만 상반기대비 낮은 수준

4분기 매출액은 1조 3,296억원으로 12% 증가하고 영업손익도 383억원 흑자전환이 예상된다. 4Q13 고무사업부 영업이익은 247억원(OPM 4.1%)으로 판단된다. BD원가 상승에 따른 합성고무 판매가격 상승과 재고평가손실 소멸에 따른 기저효과가 가능하기 때문이다. 다만 전방산업(타이어) 수요증가가 아직은 충분하지 않아 BD spread 확대는 어려울 전망이다. 금호피앤비 영업적자도 불가피할 전망이다. 금년에 역대 신규증설이 많고 IT제품 수요부진이 지속되기 때문이다.

투자의견 BUY 유지, 내년 수요증가에 무게를 두자 !

투자의견 BUY를 유지하고 적정주가는 기존 11만원에서 125,000원으로 상향한다. 적정주가를 상향하는 이유는 1) 열병합발전의 높은 안정성과 고수익성을 바탕으로 사업가치를 상향시켰고, 2) 특수 합성고무인 EPDM 증설과 높은 수익성을 반영하여 금호폴리믹 기업가치를 장부가액보다 할증하였기 때문이다. 시장의 기대보다 합성고무 수급밸런스는 느리게 개선될 것으로 보인다. 그러나 2014~15년 세계 타이어수요는 금년대비 증가할 가능성이 높다. 또한 2014~15년 합성고무 신규증설이 크게 축소되기 때문에 장기적인 수급밸런스 개선에 무게를 두는 것이 타당해 보인다.

주가(10/18)	112,000원
적정주가	125,000원 (종전 110,000원)
산업내 투자 선호도	★★★☆☆
업종명/산업명	화학
업종 투자 의견	Overweight
시가총액	3.5조원
발행주식수 (보통주)	30,467,691 주
유동주식비율	22.8%
KOSPI 지수	2052.40
KOSDAQ 지수	525.69
60일 평균 거래량	242,220주
60일 평균 거래대금	231억원
외국인보유비중	10.4%
수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	34.1%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	15.7%
52주 최고/최저가 (보통주)	138,000원 78,500원
베타(12M, 일간수익률)	0.3
주요주주	박찬구 등 24.2%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	12.6% 31.8% 28.1%
상대	10.0% 20.4% 18.6%



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	5,322.0	6,164.1	6,513.8
영업이익 (십억원)	839.0	223.8	190.2	383.8	475.5
순이익 (십억원)	543.8	126.1	79.4	237.0	312.4
자배기업순이익 (십억원)	505.6	129.6	82.6	236.7	312.1
EPS (원)	22,813	4,738	3,021	8,657	11,414
수정EPS (원)	22,813	4,738	3,021	8,657	11,414
PER* (배)	11.3 - 3.9	39.1 - 20.2	37.1	12.9	9.8
PBR (배)	3.2	2.4	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	7.1	15.6	14.9	9.6	8.2
배당수익률 (%)	1.2	1.5	1.8	2.7	2.7
ROE (%)	34.9	8.7	5.5	15.5	18.9
ROIC (%)	26.9	7.4	3.6	10.8	13.6

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

자료: 금호석유화학, 현대증권

그림 1> 3Q13 실적리뷰 : 합성고무와 페놀유도체(금호피앤비) 실적부진

(십억원)	3Q13P	%YoY	%QoQ	3Q12A	2Q13A	현대증권 추정	차이 (%)
매출액	1,192.1	(16.7)	(13.8)	1,431.7	1,383.4	1,292.0	(7.7)
합성고무	510.7	(26.3)	(21.9)	692.8	654.0	508.2	0.5
합성수지	340.4	1.0	(5.4)	337.1	359.7	365.4	(6.8)
기타	341.0	(15.1)	(7.8)	401.8	369.8	418.4	(18.5)
영업이익	(1.6)	적전	적전	45.2	75.6	38.8	적전
합성고무	0.2	(98.5)	(99.6)	13.6	45.3	10.2	(98.0)
합성수지	3.3	(76.1)	(49.2)	13.8	6.5	6.8	(51.5)
기타	(5.1)	적전	적전	17.8	23.8	21.8	적전
세전이익	(4.8)	적전	적전	44.3	29.1	23.3	적전
지배주주순이익	3.9	(90.4)	(85.1)	40.6	26.2	18.3	(78.7)

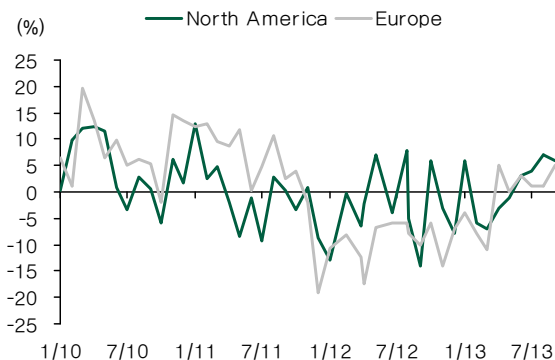
자료: 금호석유, 현대증권

그림 2> 분기/연간 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	1,622.6	1,584.0	1,431.7	1,245.4	1,417.0	1,383.4	1,192.1	1,329.6	5,883.7	5,322.0	6,164.1
합성고무	870.8	856.7	692.8	617.4	680.1	654.0	510.7	608.5	3,037.7	2,453.3	2,877.6
합성수지	342.0	322.7	337.1	287.1	331.4	359.7	340.4	353.2	1,288.9	1,384.7	1,463.4
기 타	409.8	404.6	401.8	340.9	405.4	369.8	341.0	367.9	1,557.1	1,484.1	1,823.1
영업이익	121.9	26.2	45.2	30.6	77.9	75.6	(1.6)	38.3	223.8	190.2	383.8
합성고무	75.1	2.2	13.6	14.0	33.5	45.3	0.2	24.7	104.9	103.7	200.4
합성수지	8.4	0.1	13.8	7.2	9.8	6.5	3.3	4.5	29.5	24.1	38.6
기 타	38.4	23.9	17.8	9.4	34.6	23.8	(5.1)	9.1	89.4	62.4	144.8
영업이익률 (%)	7.5	1.7	3.2	2.5	5.5	5.5	(0.1)	2.9	3.8	3.6	6.2
합성고무	8.6	0.3	2.0	2.3	4.9	6.9	0.0	4.1	3.5	4.2	7.0
합성수지	2.5	0.0	4.1	2.5	3.0	1.8	1.0	1.3	2.3	1.7	2.6
기 타	9.4	5.9	4.4	2.8	8.5	6.4	(1.5)	2.5	5.7	4.2	7.9
세전이익	132.3	9.7	44.3	(52.6)	47.9	29.1	(4.8)	23.3	133.7	95.5	303.8
당기 순이익	103.2	10.3	40.0	(27.3)	33.9	26.1	1.2	18.2	126.1	79.4	237.0
지배주주순이익	101.6	8.9	40.6	(21.5)	34.3	26.2	3.9	18.3	129.6	82.6	236.7

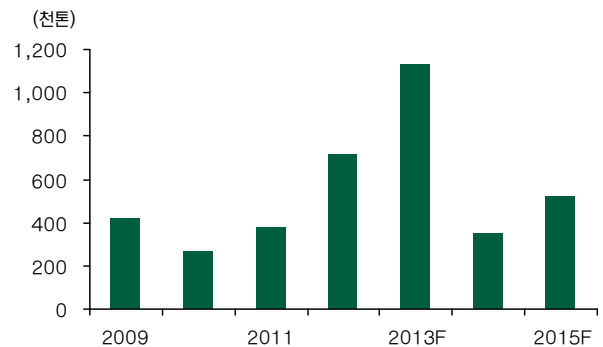
자료: 금호석유, 현대증권

그림 3> 북미와 유럽지역의 RE타이어 소비증가율



자료: Michelin, 현대증권

그림 4> Global 합성고무 신규증설 추이



자료: ICIS, 현대증권

그림 5> 적정주가 125,000원 제시

(단위: 십억원)		EBITDA (14년기준)	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	화학산업 Target Multiple(7.0배) 15% 할인
	열병합발전	101.5	12.0	1,218.0	높은 수익성과 안정적인 이익창출 반영
	금호피앤비화학	65.4	6.0	306.9	화학산업 Target Multiple(7.0배) 15% 할인
	소 계			3,945.3	
		Market Value	지분율	Fair Value	
[투자자산](B)	아시아나항공	959.9	12.6%	120.9	시가총액(2013.10.18)기준
	대우건설	3,528.6	3.5%	124.2	상동
	금호미쓰이 등			667.0	금호미쓰이, 폴리켄 등 장부가(2013.2Q)기준 할증
	소 계			912.2	
합 계(A+B)				4,857.4	
-) 순차입금				1,742.6	'14년말 예상
적정 시가총액				2,997.2	우선주 시가총액(117.6십억원) 차감
자사주 매각시 현금유입				727.0	자사주 5,592천주 @ 주당 13만원
주식수(천주)				30,468	보통주 발행주식(CB전환 물량 5,043천주 포함)
적정 주가(원)				122,236	

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	5,322.0	6,164.1	6,513.8
매출원가	5,410.3	5,480.6	4,931.3	5,561.8	5,810.0
매출총이익	1,047.0	403.1	390.7	602.3	703.8
판매비와판매 리비	208.0	179.3	200.5	218.5	228.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	839.0	223.8	190.2	383.8	475.5
EBI TDA	993.6	383.7	371.1	559.1	638.6
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(94.7)	(80.0)	(75.0)
금융손익	(156.6)	(64.6)	(127.5)	(97.5)	(30.9)
지분법손익	72.8	67.0	54.0	90.0	5.4
기타영업외손익	3.1	(92.5)	(21.2)	(72.5)	(49.5)
세전이익	758.4	133.7	95.5	303.8	400.5
법인세비용	214.6	7.6	16.1	66.8	88.1
당기순이익	543.8	126.1	79.4	237.0	312.4
지배기업순이익	505.6	129.6	82.6	236.7	312.1
총포괄이익	470.5	157.2	(61.1)	(32.8)	312.4
지배기업총포괄이익	433.9	155.9	(57.9)	(33.1)	312.1
순비용손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	505.6	129.6	82.6	236.7	312.1

현금흐름표 (십억원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
당기순이익	543.8	126.1	79.4	237.0	312.4
유무형자산상각비	154.5	159.9	180.9	175.3	163.1
기타비현금 손익 조정	359.0	119.9	(20.6)	(5.1)	101.8
운전자본투자	(196.0)	(64.3)	(46.9)	(66.3)	(116.7)
기타영업현금흐름	(191.8)	(96.2)	(66.9)	(66.8)	(88.1)
영업활동 현금흐름	669.5	245.5	125.9	274.2	372.4
설비투자	(290.8)	(368.3)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
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)	(200.0)
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	97.2	125.2	(58.0)
재무활동 현금흐름	(69.0)	(131.9)	(33.7)	(0.7)	(141.8)
기타현금흐름	(0.2)	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	354.3	(258.8)	(122.5)	37.4	30.6
기초 현금 및 현금성자산	150.8	505.1	246.2	123.8	161.2
기말 현금 및 현금성자산	505.1	246.2	123.8	161.2	191.8
총영업현금흐름	881.0	365.8	281.3	472.9	532.3
영여현금흐름	412.2	(83.3)	392.9	343.9	403.8
순현금흐름	134.8	(61.9)	(54.8)	137.8	131.6
순현금 (순차입금)	(1,763.7)	(1,825.7)	(1,880.5)	(1,742.6)	(1,611.0)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 성장률	NA	(8.9)	(9.5)	15.8	5.7
영업이익 성장률	NA	(73.3)	(15.0)	101.8	23.9
EBI TDA 성장률	NA	(61.4)	(3.3)	50.7	14.2
지배기업순이익 성장률	7.3	(74.4)	(36.2)	186.6	31.9
수정순이익 성장률	7.3	(74.4)	(36.2)	186.6	31.9
영업이익률	13.0	3.8	3.6	6.2	7.3
EBI TDA 이익률	15.4	6.5	7.0	9.1	9.8
당기순이익률	8.4	2.1	1.5	3.8	4.8
수정순이익률	7.8	2.2	1.6	3.8	4.8

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

순비용손익: 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	123.8	161.2	191.8
단기금융자산	33.2	21.3	20.8	21.2	22.3
매출채권	887.1	585.7	636.1	671.1	729.3
재고자산	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	1,428.9	1,587.2	1,766.8
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
이연법인세 자산	0.0	10.3	0.0	0.0	0.0
기타비유동 자산	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	4,567.1	4,765.7	5,033.4

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
이연법인세 부채	39.4	61.1	0.0	0.0	0.0
기타비유동 부채	11.6	14.2	361.8	505.6	693.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,629.2	1,722.6	1,860.4
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,985.2	3,082.8	3,201.9

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	1,139.9	1,320.6	1,548.9
지배기업 자본총계	1,447.7	1,547.7	1,474.4	1,575.1	1,723.4
비지배지분	109.4	110.7	107.5	107.8	108.1
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,581.9	1,682.9	1,831.5
부채와자본총계	4,714.2	4,410.7	4,567.1	4,765.7	5,033.4

주요지표 (원)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
EPS	22,813	4,738	3,021	8,657	11,414
수정EPS	22,813	4,738	3,021	8,657	11,414
주당순자산 (BPS)	51,891	55,474	52,847	56,460	61,775
주당매출액 (SPS)	278,490	210,895	190,763	220,946	233,481
주당총영업 현금흐름 (GCFPS)	37,997	13,112	10,082	16,952	19,081
주당배당금	2,000	2,000	2,000	3,000	3,000
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	(47.8)	(27.6)	34.1	NA	NA

주주가지 및 재무구조 (%)	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
ROE	34.9	8.7	5.5	15.5	18.9
ROA	13.8	4.5	3.1	6.3	7.3
ROIC	26.9	7.4	3.6	10.8	13.6
WACC	10.5	9.4	9.5	9.4	10.5
ROIC/WACC (배)	2.6	0.8	0.4	1.1	1.3
경제적이익 (EP, 십억원)	541.5	(48.0)	(169.9)	33.6	83.8
부채비율	202.8	166.0	188.7	183.2	174.8
순금융부채 비율	113.3	110.1	118.9	103.5	88.0
이자보상배율 (배)	7.1	3.8	4.7	7.4	10.3

- 금호석유화학: ELW법 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.
- 투자권한 분류: 산정: 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.

