

이희철

석유화학/정유 (2122-9199)
chemlee@hi-ib.com

이명현

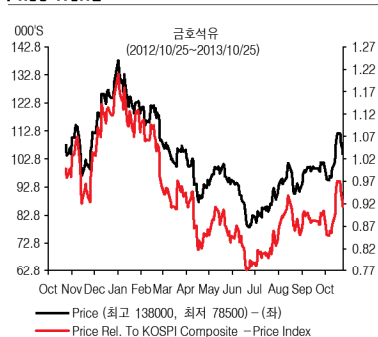
화학스몰캡 (2122-9206)
mr.lee@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표가(6M)	125,000원
증가(2013/10/25)	104,500원

Stock Indicator

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349만주
시가총액	32,963억원
외국인지분율	10.00%
배당금(2012)	2,000원
EPS(2013E)	2,253 원
BPS(2013E)	46,727 원
ROE(2013E)	4.8 %
52주 주가	78,500~138,000원
60일평균거래량	238,749주
60일평균거래대금	237.3억원

Price Trend

금호석유 (011780)

합성고무 점진적 회복 예상. 에너지 증설 모멘텀은 유효

■ 4Q13 실적 추정: 합성고무 회복 예상되나 본격 개선은 내년부터

금년 4Q 영업이익은 저가 부타디엔 투입으로 합성고무 스프레드가 다소 개선될 것으로 예상되어 흑자 전환할 전망이다. 합성고무 가격은 최근 2100불대로 3Q(1700불) 대비 상승세를 보이고 있는데, 이는 수요 개선보다는 주원료인 BD(부타디엔) 가격 상승에 기인한 것이다. 한편 미국, 유럽 지역의 타이어 수요 증가율이 (+)를 기록하고 있으나, 아직은 기저효과 영향이 크다고 판단된다. 중국내 천연고무 및 합성고무 재고가 줄어들고 있으나, 합성고무 관련업체의 가동률이 여전히 낮은 수준이라는 점에서 본격적인 전방산업(타이어) 업황 개선에는 시간이 필요할 것으로 예상된다. IT 등 전방산업 비수기 진입을 감안하면 합성수지 및 페놀유도체(BPA) 등도 빠른 실적 개선을 기대하기는 어려울 전망이다.

■ 2014년 Outlook: 전방산업 수요 개선 및 증설 효과 본격화 예상

제조업 경기지수와 타이어 수요 증감률은 유사한 흐름을 보이는 경향이 있다. 미국과 유럽의 제조업 지수(구매관리자지수)가 과거 2년간 최저 수준으로 회복되고 있다는 점에서 향후 타이어 수요도 점진적으로 회복될 것으로 예상된다. 공급과잉에 대한 우려는 여전히 나타나 중국의 타이어 재고 수준도 하락세를 나타내고 있어 점진적인 업황 개선이 예상된다. '13년 하반기에 가동을 개시한 자회사 금호P&B의 BPA(15만톤)와 금호폴리켐의 EPDM(6만톤) 신증설도 전방산업 수요 회복시 '14년 실적에 반영될 수 있을 전망이다. BPA는 흑자 전환이 예상된다.

■ '15년부터는 Cash Cow인 에너지부문의 이익기여도 확대 전망

'14년에는 합성고무 및 합성수지 실적이 회복세로 진입할 것으로 전망된다. 업황 호전시 범용 합성고무 중심으로 글로벌 1위 생산능력에 따른 규모의 경제 효과가 본격화될 수 있을 전망이다. 한편 2015년에는 제2 열병합발전소(스팀 800T/H, 전기 145MWH)가 순차적으로 가동될 예정이어서 현금흐름이 더욱 개선될 전망이다. 에너지 생산량이 기존대비 2배 내외 증가할 전망이며, 외부 판매비중이 높아짐에 따라 '16년경에는 에너지부문 영업이익이 2천 억원에 육박할 전망이다.

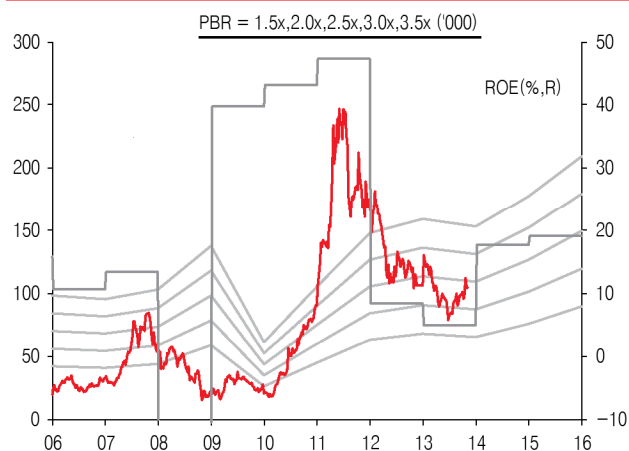
'14년 기준 PER이 12.1x 수준으로 밸류에이션 부담이 존재하나 에너지 부문의 증설과 글로벌 1위 규모의 합성고무 생산능력을 감안하면 주기 상승 여력이 있다고 판단된다. '14년에는 미국 등의 타이어 교체주기가 점차 도래하면서 주력제품 업황도 턴어라운드 할 것이라는 점을 반영해 동사 목표주가를 12.5만원으로 다소 상향 조정하는 바이다.

〈표1〉 금호석유화학 분기 및 연간 실적전망

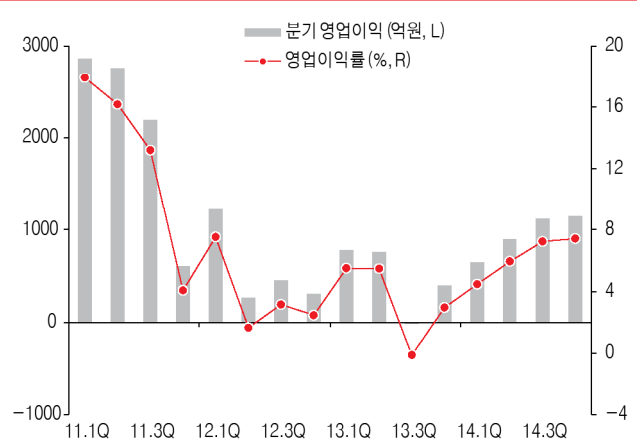
구 분	2012년				2013년				(단위: 억원, %)			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
매출액	16,226	15,840	14,317	12,454	14,170	13,834	11,921	13,270	58,837	53,175	60,406	67,044
합성고무	8,709	8,567	6,928	6,174	6,801	6,540	5,107	6,136	30,377	24,584	28,542	32,495
합성수지	3,420	3,227	3,371	2,871	3,314	3,597	3,404	3,312	12,889	13,627	14,666	15,257
기타(에너지 등)	1,185	1,334	1,273	1,257	1,265	1,159	1,361	1,318	5,049	5,103	5,370	6,101
페놀유도체	2,899	2,712	2,743	2,152	2,769	2,539	2,049	2,504	10,506	9,861	11,827	13,190
영업이익	1,219	261	452	307	779	756	-16	392	2,239	1,911	3,800	4,965
합성고무	749	0	139	121	340	458	0	284	1,009	1,082	2,475	2,925
합성수지	86	0	135	57	99	72	34	26	277	232	323	366
기타(에너지 등)	298	180	206	225	280	175	104	236	956	795	944	1,345
페놀유도체	87	81	-27	-96	60	51	-154	-154	45	-197	59	330
영업이익률(%)	7.5	1.6	3.2	2.5	5.5	5.5	-0.1	3.0	3.8	3.6	6.3	7.4
합성고무	8.6	0.0	2.0	2.0	5.0	7.0	0.0	4.6	3.3	4.4	8.7	9.0
합성수지	2.5	0.0	4.0	2.0	3.0	2.0	1.0	0.8	2.2	1.7	2.2	2.4
기타(에너지 등)	25.1	13.5	16.2	17.9	22.1	15.1	7.7	17.9	18.9	15.6	17.6	22.0
페놀유도체	3.0	3.0	-1.0	-4.4	2.2	2.0	-7.5	-6.1	0.4	-2.0	0.5	2.5
세전이익	1,323	97	443	-526	479	291	-48	324	1,337	1,046	4,016	5,042
지배주주 순이익	1,016	89	406	-215	343	262	39	158	1,296	755	2,897	3,638
증감률(YoY, %)												
매출액	1.4	-7.2	-13.8	-16.4	-12.7	-12.7	-16.7	6.6	-8.9	-9.6	13.6	11.0
영업이익	-57.4	-90.5	-79.4	-49.3	-36.1	189.6	적전	27.7	-73.4	-14.6	98.9	30.6
지배주주 순이익	-48.2	-95.0	-54.9	-153.2	-66.2	195.0	-90.4	-173.6	-74.4	-41.8	283.9	25.6
증감률(QoQ, %)												
매출액	9.0	-2.4	-9.6	-13.0	13.8	-2.4	-13.8	11.3				
영업이익	101.5	-78.6	73.2	-32.1	153.6	-2.9	적전	흑전				

주: 부문별 영업이익은 추정치임. 페놀유도체는 금호P&B

〈그림1〉 금호석유 PBR & ROE 밴드 및 주가



〈그림2〉 금호석유 분기 영업이익(률) 전망



자료: 금호석유화학, 하이투자증권

IFRS 연결 추정 재무제표

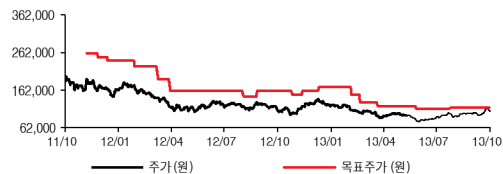
재무상태표 (단위: 억원)					포괄손익계산서 (단위: 억원, %)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	14,901	11,998	12,965	14,025	매출액	58,837	53,195	60,406	67,044
현금 및 현금성자산	2,462	1,223	1,031	1,283	증가율(%)	-8.9	-9.6	13.6	11.0
단기금융자산	213	245	279	309	매출원가	54,806	49,403	54,536	59,803
매출채권	6,379	5,585	6,343	6,704	매출총이익	4,031	3,792	5,869	7,241
재고자산	5,673	4,788	5,134	5,531	연구개발비	314	361	376	400
비유동자산	29,206	31,094	30,943	32,109	판매비와관리비	1,793	1,881	2,069	2,276
유형자산	21,296	22,115	22,685	23,314	기타영업수익				
무형자산	284	1,014	1,014	1,014	기타영업비용				
자산총계	44,107	43,092	43,908	46,134	영업이익	2,238	1,911	3,800	4,965
유동부채	14,385	13,703	13,641	13,603	증가율(%)	-73.3	-14.6	98.9	30.6
매입채무	5,115	4,788	5,437	6,034	영업이익률(%)	3.8	3.6	6.3	7.4
단기차입금	7,924	7,528	6,775	6,097	이자수익	137	52	35	36
유동성장기부채	778	778	778	778	이자비용	1,015	717	700	630
비유동부채	13,139	12,613	11,088	10,214	지분법이익(손실)	670	600	780	858
사채	5,580	5,580	5,580	5,080	기타영업외손익	-925	-400		
장기차입금	6,521	6,021	4,521	4,171	세전계속사업이익	1,337	1,046	4,016	5,042
부채총계	27,524	26,316	24,729	23,817	법인세비용	76	272	1,044	1,311
지배주주지분	15,477	15,649	17,978	21,023	세전계속이익률(%)	2.3	2.0	6.6	7.5
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	당기순이익	1,261	774	2,971	3,731
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653	순이익률(%)	2.1	1.5	4.9	5.6
이익잉여금	11,132	11,305	13,633	16,679	지배주주귀속 순이익	1,296	755	2,897	3,638
기타자본항목	-402	-402	-402	-402	기타포괄이익	311	100	100	100
비지배주주지분	1,107	1,126	1,201	1,294	총포괄이익	1,572	874	3,071	3,831
자본총계	16,584	16,776	19,178	22,317	지배주주귀속총포괄이익	1,615	852	2,995	3,735

현금흐름표 (단위: 억원)					주요투자지표				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	2,455	3,952	4,842	6,026	주당지표(원)				
당기순이익	1,261	774	2,971	3,731	EPS	3,869	2,253	8,651	10,861
유형자산감가상각비	1,530	1,678	1,641	1,582	BPS	46,211	46,727	53,679	62,773
무형자산상각비	70	70	251	251	CFPS	8,644	7,473	14,301	16,335
지분법관련손실(이익)	670	600	780	858	DPS	2,000	2,150	2,300	2,450
투자활동 현금흐름	-3,738	-1,905	314	-923	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	4	503	789	789	PER	33.7	46.4	12.1	9.6
무형자산의 처분(취득)	-2	-800	-251	-251	PBR	2.8	2.2	1.9	1.7
금융상품의 증감	-2,707	-1,207	-159	282	PCR	15.1	14.0	7.3	6.4
재무활동 현금흐름	-1,319	-1,436	-2,780	-2,077	EV/EBITDA	15.3	14.0	8.7	7.0
단기금융부채의증감					Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-5				ROE	8.7	4.8	17.2	18.7
자본의증감					EBITDA이익률	6.5	6.9	9.4	10.1
배당금지급	-559	-559	-601	-643	부채비율	177.8	168.2	137.6	113.3
현금및현금성자산의증감	-2,588	-1,239	-192	252	순부채비율	109.3	109.9	85.2	65.1
기초현금및현금성자산	5,051	2,462	1,223	1,031	매출채권회전율(x)	7.6	8.9	10.1	10.3
기말현금및현금성자산	2,462	1,223	1,031	1,283	재고자산회전율(x)	9.5	9.4	11.0	11.2

주) 주요투자지표는 지배주주귀속 기준

자료 : 금호석유, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가	의견제시 일자	투자 의견	목표가
2013-10-29	Buy	125,000	2012-11-19	Buy	150,000
2013-09-04	Buy	115,000	2012-09-19	Buy	160,000
2013-08-19	Hold	115,000	2012-08-27	Hold	145,000
2013-06-19	Hold	113,000	2012-04-23	Buy	160,000
2013-04-15	Hold	120,000	2012-04-02	Buy	190,000
2013-03-15	Buy	130,000	2012-02-21	Buy	225,000
2013-02-28	Buy	150,000	2012-01-06	Buy	240,000
2013-01-03	Buy	170,000	2011-12-20	Buy	250,000
2012-12-06	Buy	160,000	2011-12-01	Buy	260,000

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (적성자 : 이화철, 이영현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함. -Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15% 미만, -15% 미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)