



화학업계의 불독(Bull-Dog) 황주원입니다.

☎ (02)3770-3564

✉ kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



금호석유 (011780)

2014년 4분기 영업이익 흑자전환 예상

투자의견: BUY (Maintain)

목표주가: 160,000원

화학

주가	91,200원
자본금	1,675억원
시가총액	28,821억원
주당순자산	44,795원
부채비율	174.88%
총발행주식수	33,491,177주
60일 평균 거래대금	216억원
60일 평균 거래량	210,476주
52주 고	133,000원
52주 저	78,500원
외인지분율	9.17%
주요주주	박찬구 외 6인 24.19%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(9.3)	(4.6)	(30.9)
상대	(8.0)	(2.5)	(28.8)
절대 (달러환산)	(9.0)	(3.2)	(30.4)



자료: Datastream

Investment Point

2013년 4분기 예상 실적 : 영업이익 134억원으로, 전분기 대비 소폭 개선 [표13]

- ▶ 2013년 4분기 예상 매출액 1조 1,451억원, 영업이익 134억원, 지배주주 순이익 △201억원. 영업이익은 전분기 △15억원에서 흑자 전환하지만, 지배주주 순이익은 전분기 55억원에서 적자 전환하는 수치임
- ▶ 합성고무부문(타이어 원료 생산) 예상 영업이익은 72억원으로, 전분기 △12억원 적자에서 소폭의 흑자 전환 예상. 합성고무 가격은 3분기 1,700\$에서 4분기에는 2,000\$ 수준으로 회복되었지만, 10월 합성고무 정기보수와 12월 가동을 하향조정으로, 판매매출량은 전분기 대비 15% 정도 감소함. 12월 말 현재, BR 및 SBR 가동률은 각각 60%와 80% 수준임. 제품가격과 더불어 원료인 부타디엔 가격 인상으로, 4분기 BR 스프레드는 134\$로 전분기에 비슷한 수준을 기록함 [그림20]
- ▶ 합성수지부문(ABS 생산) 예상 영업이익은 46억원(전분기 59억원) 수준을 유지할 전망. IT 소재 부진으로 ABS 제품은 약세를 면치 못했지만, 전자재에 사용되는 범용 PS 가격 호조가 지속
- ▶ 에너지(전기 및 스팀생산 판매) 및 정밀화학(타이어 노화방지제) 부문 예상 영업이익은 226억원으로 견조한 흐름 유지 예상. 10월 발전소 소규모 정기보수에도 불구하고, 스팀판매 호조로 견조한 영업실적 유지
- ▶ 금호P&B(BPA 생산 판매 자회사) 예상 영업손익은 △210억원으로, 전분기 △240억원에서 적자폭이 축소될 전망. BPA/페놀 등 판매 부진이 이어지고 있음. 다만, LG 화학과의 판매경쟁 완화로 12월부터 BPA 가격 회복이 진행되고 있음
- ▶ 대우건설(주) 주가 급락(3분기 말 8,690원 → 4분기 말 7,370원)으로, 300억원 규모의 영업외 손실 발생

2014년 1분기 예상 실적 : 영업이익 426억원으로 회복 예상

- ▶ 1분기 예상 실적을 살펴보면, '매출액 1.4조원(전분기 1.2조원), 영업이익 426억원(전분기 134억원), 지배주주 순이익 294원(전분기 △201억원)' 등임
- ▶ 1분기 예상 특징은 ① 1월 2주부터 SBR 등 설비 가동률 20%p 회복, ② 2월부터 고가로 구입한 C4 투입 종료에 따른 원가 절감, ③ BPA 가격 회복으로 금호피엔비(주) 적자폭 추가 축소 등

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

- 고가 C4 구매 부작용은 1월로 마무리되면서, 2월부터 고무부문 실적 개선 기대
- 특히, 2분기 열병합발전소 증설 모멘텀은 12 ~ 13만원 주가 회복을 이끌 것으로 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

계산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	51,376	61,446	72,937
매출액증가율	12.9	-8.9	-12.7	19.6	18.7
영업이익	8,390	2,238	1,653	3,616	4,765
영업이익률	13.0	3.8	3.2	5.9	6.5
지배주주귀속 순이익	5,056	1,296	459	2,627	3,502
지배주주 귀속 EPS	19,391	4,049	1,302	8,420	11,292
증가율	5.4	-79.1	-67.8	546.7	34.1
PER	9.4	31.9	70.0	10.8	8.1
PBR	4.1	2.7	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.7	15.5	14.6	9.4	7.7
ROA	11.1	2.8	1.0	5.6	6.9
ROE	44.0	8.7	3.0	16.4	18.9

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

표 13. 금호석유(주) 실적 추정치 : 2013년 4분기 예상 영업이익 134 억원(전분기 △15 억원, 시장 컨센서스 414 억원)

		2013				2014				연간실적				
		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015	2016
생산capa														
SBR (만톤)		17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	21.3	52.4	71.1	74.6	85.1	85.1
BR (만톤)		8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2
ABS (만톤)		6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
가황촉진제 (만톤)		2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
스팀 (톤/시간)		910	910	910	910	910	910	1,310	1,310	1,075	910	1,110	1,710	1,710
전기 (MWH)		155	155	155	155	155	155	228	228	178	155	191	373	373
BPA (만톤)		7.0	7.0	10.8	10.8	10.8	7.0	10.8	10.8	28.0	35.5	39.3	43.0	43.0
EPDM (만톤)		2.5	2.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	10.0	13.0	16.0	22.0	22.0
M DI (만톤)		5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	17.5	20.0	20.0	20.0	20.0
매출액	억원	14,170	13,834	11,921	11,451	14,154	14,572	16,115	16,604	58,837	51,376	61,446	72,937	74,942
합성고무	억원	6,801	6,540	5,107	5,204	6,958	7,454	8,181	8,615	30,375	23,652	31,208	36,032	36,322
SBR	\$/MT	2,446	2,192	1,805	2,200	2,180	2,250	2,350	2,440	2,834	2,161	2,305	2,400	2,400
BR	\$/MT	2,683	2,294	1,850	2,050	2,200	2,300	2,450	2,550	3,170	2,219	2,375	2,700	2,650
부타디엔(원재료)	\$/MT	1,911	1,395	1,156	1,450	1,580	1,630	1,800	1,880	2,473	1,478	1,718	2,000	1,950
합성수지	억원	3,314	3,597	3,404	3,341	3,726	3,654	3,564	3,506	12,892	13,666	14,450	14,575	14,672
ABS	\$/MT	1,985	1,881	1,982	1,900	1,940	1,890	1,880	1,860	1,965	1,937	1,893	1,900	1,920
PS	\$/MT	1,821	1,781	1,739	1,820	1,730	1,660	1,650	1,630	1,577	1,790	1,688	1,610	1,650
SM(원재료)	\$/MT	1,691	1,654	1,760	1,650	1,650	1,600	1,580	1,580	1,454	1,689	1,605	1,318	1,514
고무약품/유틸리티	억원	1,169	1,158	1,361	1,344	1,451	1,282	1,769	1,744	5,064	5,032	6,246	7,634	8,750
금호P&B	억원	2,886	2,539	2,049	1,580	2,008	2,180	2,602	2,742	10,506	9,054	9,531	14,685	15,185
에폭시	\$/MT	2,924	2,940	2,960	2,853	2,820	2,780	2,830	2,870	3,024	2,917	2,825	3,170	3,270
BPA	\$/MT	1,832	1,778	1,670	1,640	1,600	1,630	1,710	1,680	1,691	1,730	1,655	1,710	1,710
페놀	\$/MT	1,561	1,440	1,240	1,270	1,260	1,220	1,290	1,250	1,373	1,378	1,255	1,480	1,480
아세톤	\$/MT	1,080	996	1,011	965	960	1,000	1,040	1,020	943	1,013	1,005	1,060	1,075
벤젠(원재료)	\$/MT	1,400	1,287	1,260	1,270	1,220	1,240	1,270	1,270	1,207	1,304	1,250	1,230	1,220
영업이익	억원	779	756	-15	134	426	811	1,174	1,204	2,238	1,654	3,616	4,765	5,532
합성고무	억원	367	493	-12	72	262	563	635	743	1,012	920	2,202	2,319	2,152
Cash마진	\$/MT	382	449	138	134	194	273	326	383	329	276	294	309	269
합성수지	억원	107	81	59	46	78	83	68	55	276	293	284	269	195
Cash마진	\$/MT	258	221	179	159	215	234	195	160	192	204	201	237	213
고무약품/유틸리티	억원	224	152	177	226	242	172	404	352	830	779	1,170	1,704	2,625
금호P&B	억원	82	30	-240	-210	-155	-7	68	54	52	-338	-40	472	559
Cash마진	\$/MT	256	306	152	182	244	305	198	183	224	224	232	266	275
지배주주 순이익	억원	343	262	55	-201	294	601	850	882	1,296	459	2,627	3,502	4,067
EPS	원/주									4,049	1,302	8,420	11,232	13,145
BPS	원/주									47,407	44,795	50,969	59,756	69,589
ROE										8.5%	2.9%	16.5%	18.9%	18.9%

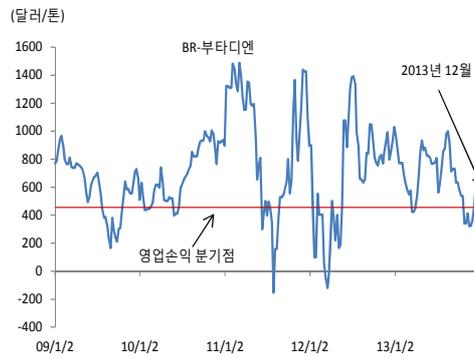
Fundamental 변화

- ▶ 2012년 4분기 : 영업이익 306억원, 합성고무/합성수지/금호P&B 주력사업 약세속에 유틸리티 실적 호조
- ▶ 2013년 1분기 : 영업이익 779억원, 지배주주 순이익 343억원. 영업이익 규모는 전분기 306억원 대비 156% 회복된 수치. 대우건설(주), CJ대한통운(주), 아시아나항공(주) 매도가능유가증권 손상차손 200억원 발생
- ▶ 2013년 2분기 : 영업이익 768억원으로, 전분기 대비 유사한 영업실적 달성. 업황 약세에도 불구하고, 합성고무 이익률 7% 회복에 의미가 있음
- ▶ 2013년 3분기 : 영업손익 △15억원으로, 전분기 768억원 대비 대폭 감소. 2008년 금융위기 이후 분기실적 기준 최저치. 7~8월 부타디엔 및 합성고무 가격 급락 때문. BPA 판매부진에 따른 금호P&B(주) 적자심화
 - (1) 합성고무 부문 영업손익은 △12억원(전분기 493억원 수준)으로 적자 전환. 판매물량은 전분기 대비 4% 정도 축소. 합성고무 판매가격은 1,800\$ 수준으로 약 40% 정도 급락. 10월 정기보수를 앞두고 보유하고 있던 SBR(합성고무)에서 재고지
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 35억원(전분기 80억원)으로 감소. PS는 호조세를 이어간 대신 ABS 판매부진 지속
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익 규모는 202억원(전분기 132억원)은 전분기 대비 개선. 4월 불철 발전설비 정기보수로 약 80억원 규모영업이익이 줄었던 기저효과가 없어짐. 발전소 영업이익률 47%
 - (4) 금호P&B(주) 영업손익은 △240억원(전분기 51억원)으로, 적자 전환. 전방제품인 PC의 수요 둔화속에 LG화학(주)과의 증설물량 판매경쟁 때문. 가동율은 80% 이하로 낮아진 것으로 추산
 - (5) 환율하락으로 외환평가이익 250억원, 자본평가이익 78억원(전분기 115억원)
- ▶ 2013년 4분기 : 예상 영업이익 134억원 수준으로, 전분기 △15억원에서 흑자전환 가능.
 - (1) 합성고무 부문 영업손익은 72억원(전분기 BEP 수준)으로 소폭 이익 개선. 판매가격은 3분기 1,700\$ 수준에서 4분기 2,000\$로 개선. 반면, 10월 고무정기보수 및 12월 가동률 조정으로 판매물량은 전분기 대비 15% 감소
 - (2) 합성수지(ABS/PS) 부문 영업이익은 46억원(전분기 35억원)으로 유사한 상황. 비수기에도 불구하고 ABS 판매 견조한 상황. 범용 PS 수익 강세 지속
 - (3) 발전소/특수고무/기타 부문 영업이익 규모는 226억원(전분기 202억원)으로 전분기 이상의 실적 기대. 10월 소규모 발전설비 정기보수가 진행되지만, 자회사에 대한 스팀판매 확대로 인해 안정적인 발전소 이익 기대. 발전소 영업이익률은 47~48%
 - (4) 금호P&B(주) 영업손익은 △210억원(전분기 △240억원)으로 적자폭 축소 예상. BPA 및 Epoxy 판매 부진이 이어짐. 다만, 원료인 벤젠 가격 안정 속에 LG화학(주)과의 BPA 판매경쟁 완화로 가격 회복이 점진적으로 진행되고 있음
 - (5) 매도가능유가증권인 대우건설(주) 주가하락으로, 영업외 평가손실 300억원 발생

▶ 2013년 : 금호석유(주) SBR 6만톤 가동(2분기), 금호클리어 EPDM 6만톤(6월), 금호P&B(주) BPA 15만톤 증설(7월) 폐쇄 30만톤 증설(2014년 2분기)

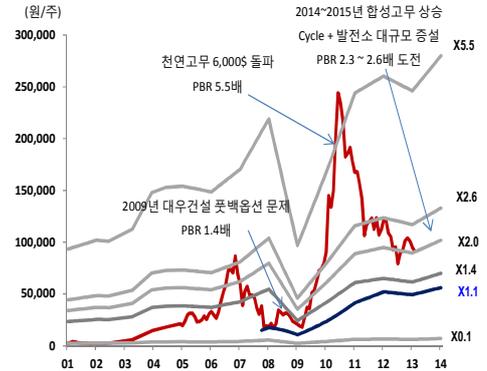
자료 : 동양증권 리서치센터

그림 20. 금호석유(주)의 합성고무 스프레드



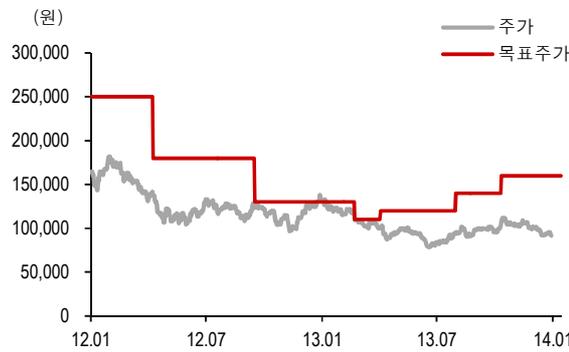
자료: 동양증권 리서치센터

그림 21. 금호석유(주) PBR 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-01-07	BUY	160,000
2013-11-25	BUY	160,000
2013-10-16	BUY	160,000
2013-10-07	BUY	140,000
2013-08-05	BUY	140,000
2013-07-19	BUY	120,000
2013-07-05	BUY	120,000
2013-06-17	BUY	120,000
2013-04-12	BUY	120,000
2013-04-08	BUY	120,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	64,574	58,837	51,376	61,446	72,937
매출원가	54,103	54,806	47,978	55,853	66,194
매출총이익	10,470	4,031	3,398	5,592	6,742
판매비	2,080	1,793	1,746	1,977	1,977
영업이익	8,390	2,238	1,653	3,616	4,765
EBITDA	9,936	3,837	3,401	5,434	6,560
영업외손익	-807	-901	-1,109	-215	-116
외환관련손익	-187	57	0	-5	2
이자손익	-1,313	-878	-672	-691	-640
관계기업관련손익	728	670	414	481	522
기타	-35	-750	-850	0	0
법인세비용차감전순손익	7,584	1,337	543	3,400	4,649
법인세비용	2,146	76	67	776	1,070
계속사업순손익	5,438	1,261	476	2,624	3,580
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	476	2,624	3,580
지배지분순이익	5,056	1,296	459	2,627	3,502
포괄순이익	4,705	1,572	564	2,624	3,580
지배지분포괄이익	4,339	1,559	670	193	181

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	20,581	14,901	13,078	18,171	19,686
현금및현금성자산	5,051	2,462	962	1,101	1,142
매출채권 및 기타채권	9,205	6,379	6,360	8,905	9,662
재고자산	5,816	5,673	5,355	7,765	8,482
비유동자산	26,561	29,206	31,149	31,531	32,678
유형자산	19,224	21,296	23,262	24,499	25,156
관계기업등 지분관련자산	2,705	3,181	3,460	3,942	4,464
기타투자자산	4,016	4,022	3,736	2,436	2,436
자산총계	47,142	44,107	44,227	49,702	52,364
유동부채	27,132	14,385	13,466	16,724	16,232
매입채무 및 기타채무	7,210	5,115	5,734	7,297	7,762
단기차입금	7,875	7,924	6,572	8,288	7,330
유동성장기부채	11,228	778	609	589	589
비유동부채	4,440	13,139	14,672	14,672	14,672
장기차입금	2,652	6,521	7,486	7,486	7,486
사채	996	5,580	6,083	6,083	6,083
부채총계	31,572	27,524	28,137	31,396	30,903
지배지분	14,477	15,477	15,002	17,070	20,013
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	11,078	13,146	16,088
비지배지분	1,094	1,107	1,087	1,236	1,448
자본총계	15,571	16,584	16,089	18,306	21,461
순차입금	17,637	18,257	19,738	21,295	20,295
총차입금	23,020	20,932	20,881	22,577	21,619

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	6,684	2,455	3,438	1,252	4,529
당기순이익	5,438	1,261	476	2,624	3,580
감가상각비	1,460	1,530	1,702	1,782	1,763
외환손익	38	-19	-91	5	-2
총속, 관계기업관련손익	0	0	-114	-481	-522
자산부채의 증감	-1,971	-643	886	-3,268	-882
기타현금흐름	1,720	326	579	590	593
투자활동 현금흐름	-2,449	-3,738	-3,620	-1,612	-2,311
투자자산	449	-38	-32	1,300	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,911	-3,688	-3,734	-3,019	-2,419
유형자산 감소	3	4	43	0	0
기타현금흐름	10	-16	103	108	109
재무활동 현금흐름	-690	-1,319	-507	1,144	-1,510
단기차입금	1,021	-5,159	-1,236	1,716	-958
사채 및 장기차입금	-1,534	4,399	1,275	-20	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-230	-559	-559	-559	-559
기타현금흐름	54	0	14	8	8
연결범위변동 등 기타	-2	13	-812	-646	-667
현금의 증감	3,543	-2,588	-1,501	139	42
기초 현금	1,508	5,051	2,462	962	1,101
기말 현금	5,051	2,462	962	1,101	1,142
NOPLAT	8,390	2,238	1,653	3,616	4,765
FCF	2,680	-619	349	-1,678	2,163

자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	19,391	4,049	1,302	8,420	11,292
BPS	44,423	47,407	44,795	50,969	59,756
EBITDAPS	34,524	11,458	10,155	16,226	19,588
SPS	224,373	175,679	153,402	183,468	217,778
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,862
PER	9.4	31.9	70.0	10.8	8.1
PBR	4.1	2.7	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.7	15.5	14.6	9.4	7.7
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	12.9	-8.9	-12.7	19.6	18.7
영업이익 증가율 (%)	28.3	-73.3	-26.2	118.8	31.8
지배순이익 증가율 (%)	7.3	-74.4	-64.6	472.6	33.3
매출총이익률 (%)	16.2	6.9	6.6	9.1	9.2
영업이익률 (%)	13.0	3.8	3.2	5.9	6.5
지배순이익률 (%)	7.8	2.2	0.9	4.3	4.8
EBITDA 마진 (%)	15.4	6.5	6.6	8.8	9.0
ROIC	22.6	7.6	5.0	8.8	10.6
ROA	11.1	2.8	1.0	5.6	6.9
ROE	44.0	8.7	3.0	16.4	18.9
부채비율 (%)	202.8	166.0	174.9	171.5	144.0
순차입금/자기자본 (%)	121.8	118.0	131.6	124.7	101.4
영업이익/금융비용 (배)	6.0	2.2	2.3	5.1	7.1