

금호석유 (011780)

잉여 설비 소화 시간이 필요

화학

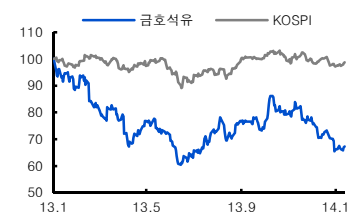
(Maintain)	Trading Buy
목표주가 (원, 12M)	100,000
현재주가(14/01/22, 원)	87,500
상승여력	14%

영업이익(14F, 십억원)	288
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	357

EPS 성장률(14F, %)	150.1
MKT EPS 성장률(14F, %)	24.6
P/E(14F, x)	19.4
MKT P/E(14F, x)	9.1
KOSPI	1,970.42

시가총액(십억원)	2,666
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	57.5
외국인 보유비중(%)	9.2
베타(12M, 일간수익률)	1.16
52주 최저가(원)	77,000
52주 최고가(원)	125,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	0.7	-28.0
상대주가	-4.2	-4.1	-26.7



잉여 설비 소화 시간이 필요한 합성고무, 부타디엔 가격 반등은 2분기에 기대

1월 들어서도 합성고무 시황 회복이 더딘 상황이다. 13년 중국과 인도를 중심으로 대규모로 증설된 합성고무는 잉여 설비 소화 시간이 필요한 상황이다. 14년에도 인도 등지의 설비 증설이 예정되어 있어 본격적인 업황 회복은 14년 하반기 이후로 예상된다. 다만 최근 시장의 기대치가 빠르게 하향 조정되고 있음은 주가 측면에서 기회를 마련해 주고 있다.

모멘텀 반전의 시점은 일차적으로 2분기가 될 수 있는데, 부타디엔 가격이 일반적으로 2분기부터 반등하기 때문이다. 다만 아직 잉여 설비가 많아 부타디엔 가격이 반등하더라도 고무 부문의 마진 회복 속도는 빠르지 않을 전망이다.

4Q preview: 합성고무 및 폐놀유도체 업황 부진으로 컨센서스 하회할 전망

4분기 영업이익은 -38억원으로 적자를 기록할 전망이다. 합성고무 부문은 수요 부진으로 제품 가격이 상승하지 못한 가운데 원재료 가격 부담으로 실적이 부진했던 것으로 추정된다. 동사는 부타디엔을 원료로 사용하고 있는데, 필요량의 30%는 C4를 사와서 직접 생산하고 나머지는 시장에서 매입하고 있다. 그러나 C4 수급이 타이트해진 반면 부타디엔 가격이 떨어지면서 부타디엔을 자체 생산할 때 수익성이 오히려 떨어지는 현상이 발생하였다. 폐놀유도체는 공급 과잉으로 인해 마진이 둔화되었고 에너지 부문은 꾸준한 실적이 예상된다.

1분기까지는 실적 개선 속도가 더딜 전망이다. 1월 현재 시황 부진으로 합성고무 가동률은 추가 하락한 상황이다. 폐놀 유도체도 공급 과잉 영향이 지속되고 있다. 부타디엔 가격이 반등하면 합성고무 부문의 실적이 다소 회복될 수 있으나 아직 업종 내 잉여 설비가 많아 실적 개선의 속도가 빠르지는 않을 전망이다.

목표가 100,000원으로 17% 하향 조정, 투자의견 Trading Buy 유지

금호석유의 목표주가를 17% 하향 조정한다. 에너지 부문의 증설이 지연됨에 따라 15년 실적추정치에 하향 조정한다. 금호석유는 페타이어와 석탄을 이용한 에너지 설비를 2015년 말 현재 대비 약 2배 규모로 증설할 예정이다. 당초에는 그 중 1단계 증설을 14년 하반기에 완료할 예정이었으나 환경 문제 등으로 본격 가동이 15년으로 연기되었다. 목표주가는 15년 예상 BPS에 목표 PBR 1.7배를 적용해 도출하였다. 정상화된 이익을 가정할 경우 바닥 밸류에이션은 7만원대 중반으로 추정한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,957	6,457	5,884	5,026	5,230	6,348
영업이익(십억원)	571	839	224	148	288	494
영업이익률 (%)	11.5	13.0	3.8	3.0	5.5	7.8
순이익(십억원)	316	506	130	60	151	314
EPS (원)	11,109	15,097	3,869	1,799	4,500	9,386
ROE (%)	49.1	44.5	8.7	3.8	9.1	16.8
P/E (배)	8.1	11.1	33.7	52.9	19.2	9.2
P/B (배)	3.1	3.9	2.8	2.0	1.7	1.4

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

표 7. 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2013F				2014F				2012	2013F	2014F
		1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	계	1,415	1,384	1,192	1,034	1,094	1,329	1,442	1,365	5,884	5,027	5,230
	합성고무	680	654	511	396	432	629	700	643	3,038	2,241	2,404
	합성수지	331	360	340	302	306	315	324	314	1,289	1,333	1,260
	페놀 유도체	277	254	205	206	226	255	288	282	1,051	942	1,051
	에너지	43	29	44	45	45	45	45	41	168	161	176
	기타	84	87	92	85	85	85	85	85	338	350	340
영업이익	계	78	77	-2	-4	36	80	101	71	224	149	288
	합성고무	34	46	0	-5	15	52	63	42	113	74	172
	합성수지	10	7	3	1	7	10	12	5	31	22	35
	페놀 유도체	6	5	-25	-20	-13	-9	-2	7	-7	-34	-17
	에너지	20	12	21	20	23	23	23	16	81	73	84
	기타	8	7	-1	0	5	5	5	0	6	14	15
세전이익		48	29	-4	-14	19	28	81	49	134	58	177
당기순이익		34	26	6	-6	16	22	68	45	130	60	151
영업이익률		5.5	5.6	-0.1	-0.4	3.3	6.0	7.0	5.2	3.8	3.0	5.5
당기순이익률		2.4	1.9	0.5	-0.6	1.5	1.7	4.7	3.3	2.2	1.2	2.9

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 8. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	5,088	5,601	5,027	5,230	-1.2	-6.6
영업이익	158	363	149	288	-5.5	-20.6
당기순이익	55	212	60	151	9.5	-28.9
영업이익률	3.1	6.5	3.0	5.5	-0.1	-1.0
당기순이익률	1.1	3.8	1.2	2.9	0.1	-0.9

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 9. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

	4Q12	3Q13	4Q13F		성장률	
			대우증권 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,245	1,192	1,034	1,193	-17.0	-13.3
영업이익	31	-2	-4	6	적전	적지
영업이익률	2.5	-0.1	-0.4	0.5	-2.8	-0.2
세전이익	-53	-4	-14	-12	적지	적지
당기순이익	-21	6	-6	-6	적지	적전

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	5,884	5,026	5,230	6,348
매출원가	5,481	4,697	4,760	5,672
매출총이익	403	330	470	676
판매비와관리비	179	181	181	181
조정영업이익	224	148	288	494
영업이익	224	148	288	494
비영업손익	-90	-90	-112	-113
순금융비용	88	69	77	79
관계기업등 투자손익	67	30	0	0
세전계속사업손익	134	58	177	381
계속사업법인세비용	8	7	35	76
계속사업이익	126	51	141	305
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	126	51	141	305
지배주주	130	60	151	314
비지배주주	-4	-9	-9	-9
총포괄이익	157	93	184	347
지배주주	156	96	187	351
비지배주주	1	-3	-3	-3
EBITDA	384	310	453	666
FCF	69	-40	-110	232
EBITDA마진율 (%)	6.5	6.2	8.7	10.5
영업이익률 (%)	3.8	3.0	5.5	7.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	1.2	2.9	5.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	316	374	232	454
당기순이익	126	51	141	305
비현금수익비용가감	280	255	312	361
유형자산감가상각비	153	156	160	168
무형자산상각비	7	5	5	5
기타	-98	-66	-38	-38
영업활동으로인한자산및부채의변동	-64	98	-186	-136
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	179	98	-169	-123
재고자산 감소(증가)	13	97	-151	-110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-213	-81	125	91
법인세납부	-26	-30	-35	-76
투자활동으로 인한 현금흐름	-337	-401	-320	-199
유형자산처분(취득)	-368	-433	-320	-200
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	5	3	0	0
기타투자활동	30	32	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	-239	-44	-34	-119
장단기금융부채의 증가(감소)	-76	4	-100	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-56	-56	-50	-50
기타재무활동	-108	-77	-82	-85
현금의증가	-259	-71	-122	136
기초현금	505	246	175	53
기말현금	246	175	53	189

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,490	1,208	1,411	1,783
현금 및 현금성자산	246	175	53	189
매출채권 및 기타채권	636	528	697	820
재고자산	567	471	622	731
기타유동자산	19	16	21	25
비유동자산	2,921	3,212	3,386	3,430
관계기업투자등	318	335	335	335
유형자산	2,130	2,404	2,564	2,597
무형자산	28	29	27	25
자산총계	4,411	4,420	4,797	5,213
유동부채	1,439	1,192	1,240	1,247
매입채무 및 기타채무	470	390	515	605
단기금융부채	882	730	630	530
기타유동부채	87	72	96	112
비유동부채	1,314	1,531	1,726	1,838
장기금융부채	1,211	1,443	1,642	1,757
기타비유동부채	75	65	65	64
부채총계	2,752	2,723	2,966	3,085
지배주주지분	1,548	1,588	1,725	2,026
자본금	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,113	1,122	1,223	1,488
비지배주주지분	111	109	106	102
자본총계	1,658	1,697	1,831	2,128

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	33.7	52.9	19.4	9.3
P/CF (x)	15.1	14.4	9.3	6.0
P/B (x)	2.8	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	15.7	16.5	11.2	7.4
EPS (원)	3,869	1,799	4,500	9,386
CFPS (원)	8,644	6,619	9,426	14,523
BPS (원)	46,560	46,554	50,716	59,753
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	43.2	82.6	33.0	15.8
배당수익률 (%)	1.5	2.1	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	-8.9	-14.6	4.1	21.4
EBITDA증가율 (%)	-61.4	-19.4	46.5	47.0
영업이익증가율 (%)	-73.3	-33.9	94.7	71.4
EPS증가율 (%)	-74.4	-53.5	150.1	108.6
매출채권 회전율 (회)	8.0	9.4	9.3	9.1
재고자산 회전율 (회)	10.2	9.7	9.6	9.4
매입채무 회전율 (회)	16.5	19.1	18.9	18.5
ROA (%)	2.8	1.2	3.1	6.1
ROE (%)	8.7	3.8	9.1	16.8
ROIC (%)	7.6	4.0	7.3	11.5
부채비율 (%)	166.0	160.5	162.0	144.9
유동비율 (%)	103.6	101.4	113.8	142.9
순차입금/자기자본 (%)	110.1	116.7	120.2	97.8
영업이익/금융비용 (x)	2.2	2.0	3.6	6.0