Company Update

금호석유 (011780)

4Q13 Review: 합성고무 판매량 저조로 손실 확대

WHAT'S THE STORY?

Event: 페놀유도체 부문 손실 폭 축소에도 불구하고 합성고무 판매량 저조로 영업손실 확대. 당사 추정치 및 컨센서스 하회.

Impact: 동사의 1분기 합성고무 판매량은 지난 3분기 수준 가까이 회복될 수 있을 것. 하지만 1분기 중으로 합성고무 마진이 회복될 가능성은 낮은 상황. 동사에 따르면 2분기 중순 이후로 합성고무 마진은 정상화될 것. 동사의 에너지 부문이 2분기가 상대적으로 비수기이기 때문에 본격적인 이익 정상화는 3분기부터 기대할 수 있을 것.

Action: 목표주가 96,000원으로 하향, HOLD 투자의견 유지.

김승우
Analyst
swkim77@samsung.com
02 2020 7844

THE QUICK VIEW

합성고무 판매량 저조로 컨센서스 하회: 4분기 매출액은 전 분기 대비 4.4% 감소한 1조1,396억원을 기록한 데 반해 영업손실은 전 분기 15억원에서 177억원으로 확대되며 당사 추정치 및 컨센서스를 하회. 이는 전 분기 큰 폭의 손실을 기록했던 페놀유도체 부문이 일정 부분 손실 폭을 줄였음에도 불구하고 합성고무 부문이 적자 전환된 것에 기인. 합성고무 판매량은 타이어 업체들의 재고 조정으로 전 분기 대비 10% 이상 감소했고 합성고무 가격 상승에도 불구하고 원재료인 BD의 비용 역시 상승하며 마진 개선이 전혀 이루어지지 못한 것으로 드러남.

본격적인 이익 정상화는 3분기부터: 동사의 1월 합성고무 판매 추이를 감안할 때 1분기 합성고무 판매량은 지난 3분기 수준 가까이 회복될 수 있을 것. 하지만 1분기 중으로 합성고무 마진이 회복될 가능성은 낮은 상황. 동사에 따르면 2분기 중순 이후로 합성고무 마진은 정상화될 것. 하지만 동사의 에너지 부문은 1분기가 최성수기이고 2분기는 상대적으로 영업이익이 감소하는 시기이기 때문에 본격적인 이익 정상화는 3분기부터 기대할 수 있을 것.

2014년 동사의 영업이익 가이던스, 달성하기 쉽지 않아: 동사는 오늘 4분기 실적 발표와 동시에 2014년 매출액 및 영업이익 가이던스를 발표함. 별도기준 3,200억원이라는 영업이익 가이던스는 2013년 대비 두 배 가량 증가한 숫자로 달성하기 쉽지 않은 수준으로 판단. 이는 컨센서스보다 높고 당사 추정치와는 1,000억원 가까이 차이가 나는 상황. 동사의 원가절감 노력보다는 업황 개선이 동사의 턴어라운드에 더 큰 영향력이 있다는 점을 감안하면 동사는 올해 합성고무 시황을 시장보다 낙관적으로 전망한다는 결론.

목표주가 96,000원으로 하향, HOLD 투자의견 유지: 당사 추정치를 하회한 4분기 실적을 반영하여 목표주가를 기존의 105,000원에서 96,000원(2015년 추정 EPS 8,710원에 PE배수 11.0배 적용)으로 하향 조정. 합성고무 및 페놀유도체의 현 시황이 바닥이라는 점은 인정하지만 문제는 올해 수요 회복의 속도. 시황 개선 속도가 투자자들의 기대에 못 미칠 가능성이 적지 않기 때문에 기존의 HOLD 투자의견 유지.

■ AT A GLANCE

SELL | HOLD | BUY

목표주가	96,000원 (9.1%)
현재주가	88,000원
Bloomberg code	011780 KS
시가총액	2.8조원
Shares (float)	30,467,691주 (43.4%)
52주 최저/최고	78,500원/122,000원
60일-평균거래대금	165.8억원

One-year performance	1M	6M	12M
금호석유 (%)	-3.8	-7.8	-26.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.0	-6.5	-24.3

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	96,000	105,000	-8.6%
2013E EPS	-921	2,238	-141.2%
2014E EPS	5,062	5,729	-11.6%
2015E EPS	8,710	10,243	-15.0%

■ 분기 실적

(십억원)	4Q13	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,140	(8.5)	(4.4)	(6.9)	(1.8)
영업이익	(18)	적자전환	적자지속	n/a	n/a
세전계속사업이익	(145)	적자지속	적자지속	n/a	n/a
순이익	(84)	적자지속	적자전환	n/a	n/a
이익률 (%)					
영업이익	(1.6)				
세전계속사업이익	(12.7)				
순이익	(7.4)				

자료: 금호석유, 삼성증권 추정

■ Valuation summary

	2012	2013E	2014E
Valuation (배)			
P/E	17.1	(95.5)	17.4
P/B	1.6	2.0	1.9
EV/EBITDA	12.0	28.0	12.1
Div yield (%)	2.3	1.7	2.3
EPS 증가율 (%)	(84.1)	적전	흑전
ROE (%)	7.8	(1.2)	8.7
주당지표 (원)			
EPS	2,525	(921)	5,062
BVPS	54,457	43,326	45,790
DPS	2,000	1,500	2,000

분기별 수익추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E
매출액	1,417	1,384	1,192	1,140	1,254	1,367	1,525	1,460	5,132	5,606
합성고무	680	654	511	450	554	629	729	662	2,295	2,575
합성수지	331	360	340	316	319	351	380	378	1,348	1,427
정밀화학	44	39	37	37	38	37	37	37	157	150
유틸리티	43	29	44	43	44	34	43	42	158	163
금호피앤비	277	254	205	223	249	264	282	288	959	1,083
기타	42	47	56	70	51	52	52	53	215	208
영업이익	78	76	(2)	(18)	23	33	72	67	134	196
합성고무	33	46	2	(18)	11	25	48	43	62	127
합성수지	9	7	4	0	2	4	6	5	21	18
정밀화학	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
유틸리티	23	12	21	20	24	14	20	20	76	79
금호피앤비	8	5	(27)	(19)	(12)	(10)	(1)	(0)	(33)	(23)
기타	4	6	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	7	(6)

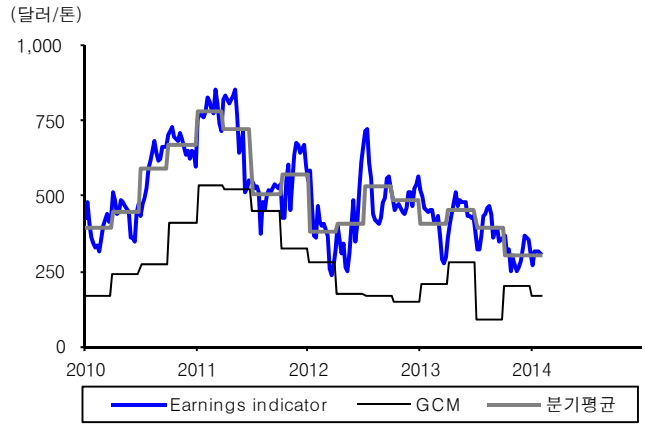
자료: 금호석유화학, 삼성증권 추정

연간실적 추정 변경내역

(십억원)	2014E			2015E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	6,005	5,606	(6.6)	6,432	6,387	(0.7)
영업이익	225	196	(13.0)	374	312	(16.7)
세전사업계속이익	179	157	(12.1)	319	271	(15.3)
지배주주순이익	150	132	(11.6)	262	223	(15.0)

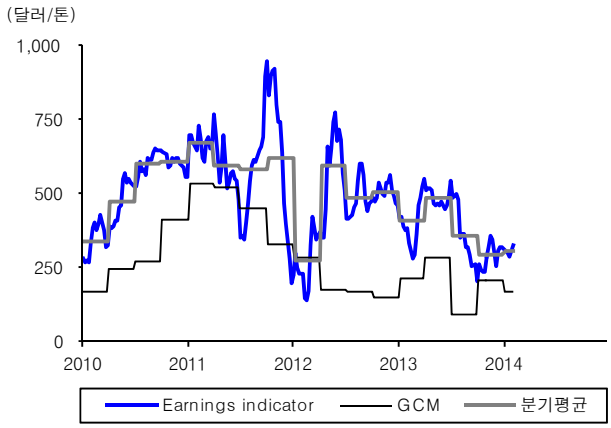
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator



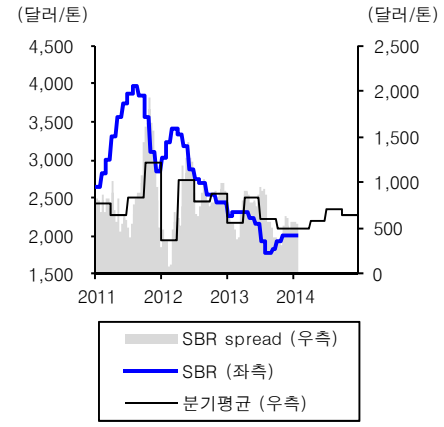
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator (no lag)



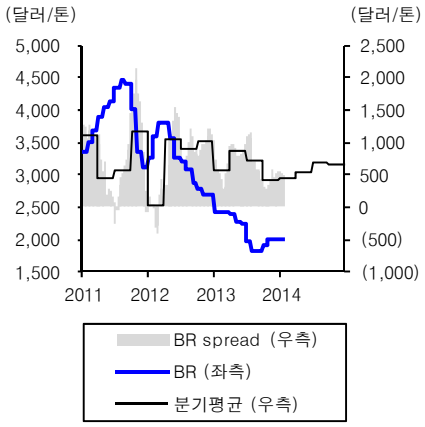
자료: 삼성증권 추정

SBR spread



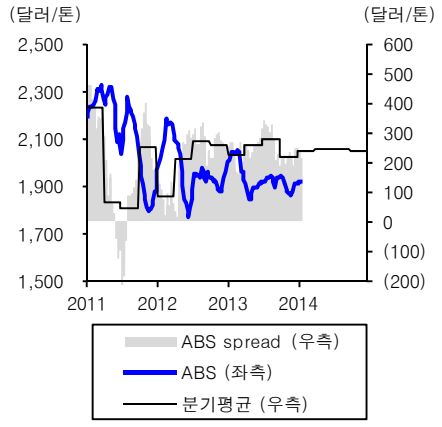
자료: KITA, Platts

BR spread



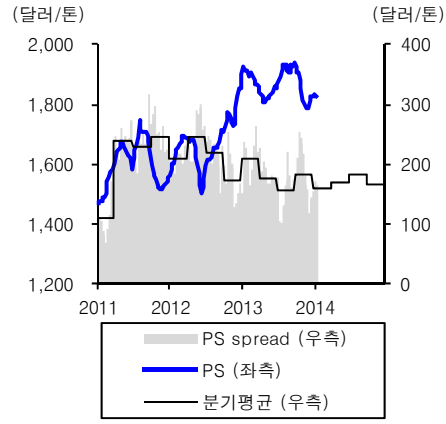
자료: KITA, Platts

ABS spread



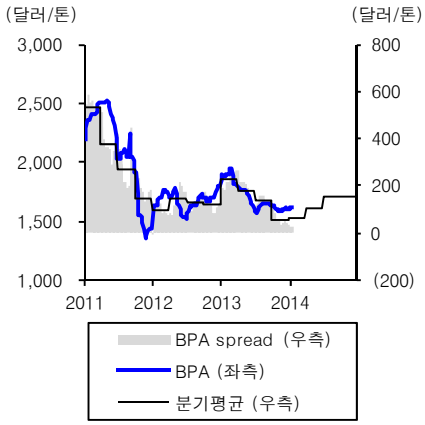
자료: Cischem, Platts

PS spread



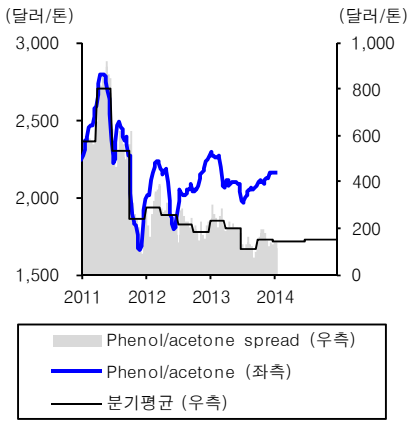
자료: Cischem, Platts

BPA spread



자료: Cischem, Platts

Phenol/acetone spread



자료: Cischem, Platts

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	**6,457**	**5,884**	**5,132**	**5,606**	**6,387**
매출원가	5,410	5,481	4,817	5,215	5,861
매출총이익	**1,047**	**403**	**315**	**391**	**526**
(매출총이익률, %)	16.2	6.9	6.1	7.0	8.2
판매 및 일반관리비	208	179	181	195	214
영업이익	**839**	**224**	**134**	**196**	**312**
(영업이익률, %)	13.0	3.8	2.6	3.5	4.9
순금융이익	(131)	(88)	(69)	(76)	(80)
순외환이익	7	(17)	(0)	0	0
순지분법이익	0	0	31	38	39
기타	43	15	(168)	0	0
세전이익	**758**	**134**	**(72)**	**157**	**271**
법인세	215	8	(22)	31	54
(법인세율, %)	28.3	5.7	31.1	20.0	20.0
순이익	544	126	(50)	126	217
(순이익률, %)	8.4	2.1	(1.0)	2.2	3.4
지배주주순이익	**506**	**130**	**(18)**	**132**	**223**
(순이익률, %)	7.1	1.2	(0.4)	2.4	3.5
EBITDA	1,044	381	170	415	543
(EBITDA 이익률, %)	16.2	6.5	3.3	7.4	8.5
EPS(지배주주) (원)	17,569	2,525	(921)	5,062	8,710
EPS(연결기준) (원)	18,894	4,821	(2,183)	4,807	8,455
수정 EPS (원)**	15,901	2,525	(921)	5,062	8,710
주당배당금 (보통, 원)	2,000	2,000	1,500	2,000	2,000
주당배당금 (우선, 원)	2,050	2,050	1,550	2,050	2,050
배당성향 (%)	11.1	43.2	(275.6)	50.7	30.1

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	**668**	**245**	**295**	**123**	**285**
순이익	544	126	(50)	126	217
유 · 무형자산 상각비	155	160	174	182	192
순외환관련손실 (이익)	4	(2)	(5)	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	(1)	(38)	(39)
Gross Cash Flow	**1,057**	**406**	**256**	**274**	**374**
순운전자본감소 (증가)	(197)	(64)	40	(151)	(89)
기타	(95)	(26)	(0)	0	(0)
투자활동에서의 현금흐름	**(245)**	**(374)**	**(432)**	**(333)**	**(331)**
설비투자	(291)	(368)	(385)	(350)	(350)
Free cash flow	378	(123)	(90)	(227)	(65)
투자자산의 감소(증가)	45	(3)	5	0	0
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	1	(3)	(52)	17	19
재무활동에서의 현금흐름	**(69)**	**(132)**	**50**	**119**	**44**
차입금의 증가(감소)	(51)	(76)	104	150	100
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(23)	(56)	56	(50)	(67)
기타	5	0	(110)	20	11
현금증감	**354**	**(259)**	**(87)**	**(91)**	**(3)**
기말현금	151	505	246	159	69
기말현금	505	246	159	69	66

참고: * 일회성 항목 제외
** 완전 희석, 일회성 항목 제외
*** 지분법증권으로부터의 배당
자료: 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	**2,058**	**1,490**	**1,317**	**1,506**	**1,668**
현금 및 현금등가물	505	246	159	69	66
매출채권	887	586	536	687	771
재고자산	582	567	540	650	722
기타	84	91	82	100	110
비유동자산	**2,656**	**2,921**	**3,097**	**3,306**	**3,506**
투자자산	672	720	710	748	787
(지분법증권)	270	318	308	346	385
유형자산	1,922	2,130	2,339	2,510	2,672
무형자산	35	28	30	29	28
기타	26	42	18	18	18
자산총계	**4,714**	**4,411**	**4,414**	**4,811**	**5,174**
유동부채	**2,713**	**1,438**	**1,348**	**1,627**	**1,803**
매입채무	428	287	273	329	366
단기차입금	788	792	757	907	1,007
기타 유동부채	1,498	359	318	390	431
비유동부채	**444**	**1,314**	**1,474**	**1,511**	**1,542**
사채 및 장기차입금	365	1,210	1,357	1,357	1,357
기타 장기부채	79	104	117	154	185
부채총계	**3,157**	**2,752**	**2,823**	**3,138**	**3,345**
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,044	1,125	1,281
기타	(32)	2	4	4	4
비지배주주지분	109	111	111	111	111
자본총계	**1,557**	**1,658**	**1,591**	**1,673**	**1,829**
순부채	1,743	1,813	1,998	2,238	2,341
주당장부가치 (원)	50,631	54,457	43,326	45,790	50,458

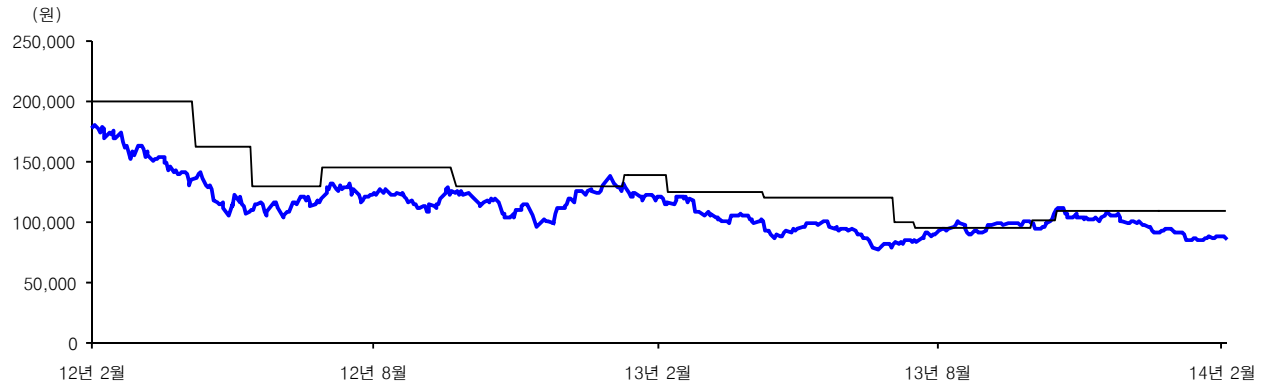
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2011	2012	2013E	2014E	2015E
증감률 (%)					
매출액	12.9	(8.9)	(12.8)	9.2	13.9
영업이익	28.3	(73.3)	(40.0)	45.8	59.3
세전이익	6.7	(82.4)	적전	흑전	72.1
순이익	1.3	(76.8)	적전	흑전	72.1
영업순이익*	34.2	(84.9)	적전	흑전	68.7
EBITDA	21.8	(64.9)	(55.3)	143.7	30.6
수정 EPS**	32.7	(84.1)	적전	흑전	72.1
비율 및 회전					
ROE (%)	44.0	7.8	(1.2)	8.7	12.4
ROA (%)	11.9	2.8	(1.1)	2.7	4.3
ROIC (%)	18.2	6.1	2.6	4.0	6.0
순부채비율 (%)	112.0	109.3	125.5	133.8	128.0
이자보상배율 (배)	6.3	2.2	(0.0)	2.9	4.3
매출채권 회수기간 (일)	41.9	45.7	39.9	39.8	41.6
매입채무 결재기간 (일)	24.2	22.2	19.9	19.6	19.9
재고자산 보유기간 (일)	31.0	35.6	39.4	38.7	39.2
Valuations (배)					
P/E	(109.6)	17.1	(95.5)	17.4	10.1
P/B	3.6	1.6	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	6.2	12.0	28.0	12.1	9.4
EV/EBIT	7.3	20.7	(1,414.0)	21.5	14.6
배당수익률 (보통, %)	2.3	2.3	1.7	2.3	2.3

■ Compliance Notice

- 당사는 2월 4일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 2월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/2/20	3/8	4/7	5/15	7/4	9/25	2013/1/10	2/7	4/9	7/2	7/18	10/2
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	200,000	187,000	163,000	130,000	145,000	130,000	140,000	125,000	120,000	100,000	96,000	102,000

일 자	10/18	2014/1/6	2/5
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	110,000	105,000	96,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상