

금호석유(011780)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 120,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/5)	1,891
주가(2/5)	88,000
시가총액(십억원)	2,681
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	122,000/78,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,940
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.4/9.5
주요주주(%)	박찬구 외 6인 24.2
	한국산업은행 14.1

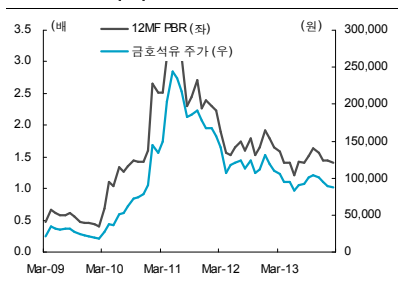
Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	26.3	NM	14.3
PBR(x)	2.6	2.0	1.7
ROE(%)	8.7	(1.2)	11.1
EV/EBITDA(x)	15.5	16.6	10.9
EPS(원)	4,959	(713)	6,152
BPS(원)	50,797	48,200	52,269

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.8)	(7.8)	(26.7)
상대주가(%p)	(1.0)	(6.5)	(24.2)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

바닥에 근접

What's new : 예상대로 부진했던 4분기 실적

금호석유의 4분기 실적은 매출액 1,140억원(-8.5% YoY, -4.4% QoQ), 영업이익 177억원(적자 지속)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스에 부합하는 수준이었다. 1) BR-BD 스프레드가 4분기 31% 축소되었고, 2) 4분기 타이어 업황 부진 및 합성고무 재고 상승으로 동사의 BR 가동률 역시 3분기 65%에서 50%로 하락하였고, 3) 폐놀 제품 공급 과잉으로 금호 P&B의 영업이익자가 4분기 156억원으로 적자 폭을 크게 줄이지 못하였던 것이 실적 부진의 배경이다. 지배주주 기준 당기순이익은 -842억원으로 시장 컨센서스를 크게 하회하였는데, 일회적으로 중경 생산 법인에 대한 충당금 700억원을 쌓았던 것이 주요 요인이다.

Positives : 2009년 이후 처음으로 연간 가이던스 제시, 높아진 실적 자신감

4분기 실적에서 긍정적인 사실은 금호석유가 2009년 이후 처음으로 연간 가이던스를 제시한 점이다. 연결 기준 매출액 6조원 (별도 기준 4.8조원), 영업이익 3,200억원으로 컨센서스 대비 각각 6%, 12% 상회하는 수준이다. 3200억원 산정 근거는 1) 합성고무/수지 사업부의 2014년 영업이익률 5% 달성 (2013년 2.4%), 2) 금호 P&B 사업부의 연간 BEP 달성, 3) 유틸리티 사업부의 연간 영업이익 760억원 유지로 추정된다. 동사 영업이익의 핵심 변수인 SBR-BD/SM과 BR-BD 스프레드가 2014년에는 각각 38% YoY, 22% YoY 증가한 톤당 \$749, \$559 수준까지 회복될 것이라는 점을 고려하면, 이익 가시성은 높아 보인다.

Negatives : 금호 P&B의 증설 효과는 여전히 제한적

산업 내 공급 과잉 지속으로 금호 P&B의 증설 효과는 제한적이다. 현재 BPA의 원재료인 ECH 제조업체들의 영업적자가 확대되고 있는 점도 이를 뒷받침한다. 2분기 증설 완료 예정인 에폭시 수지(연산 4만 5천톤)와 작년 증설을 마무리한 BPA 모두 경쟁사들의 대규모 증설과 전방산업인 건설 업황 부진으로 금호 P&B 실적은 점진적으로 회복될 것으로 전망한다.

결론 : 실적의 바닥 근접, 긍정적인 시각이 필요

실적의 바닥에 근접한 것으로 판단되어, 주가의 추가 하락 리스크는 현 시점에서 제한적이다. 동사의 투자 포인트는 1) 합성고무 pure play로서 업황 반등기에 회복 폭이 가장 클 것으로 판단되며, 2) 춘절 이후 합성고무 재고 감소 및 타이어 생산량 확대로 합성고무 수요가 반등할 전망이다. 목표주가 120,000원은 2014년 BPS에 동사가 업황 반등기때 받았던 2.2배를 적용해 산출하였다. 투자의견 '매수'를 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q13P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,124	1,140	1%	1,161	-4%	-8%	5,410	5,699
영업이익	(4)	(18)	337%	(4)	NM	NM	287	286
영업이익률(%)	-0.4%	-1.6%		-0.3%			5.3%	5.0%
세전이익	(30)	(145)	378%	(31)	NM	NM	228	259
순이익	(27)	(84)	217%	(18)	NM	NM	169	194

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

홍보화 3276-6241
bohwa.hong@truefriend.com

〈표 1〉 2014년 가이던스, 당사 추정치, 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

	2013P	2014F			
	실제값	가이던스	컨센서스	YoY	당사 추정치
매출액	5,132	6,020	5,699	11%	5,410
합성고무/수지	2,295	4,700			2,572
페놀유도체	988	120			877
정밀화학 및 기타	501	1,200			475
영업이익	134	320	286	113%	287
합성고무/수지	62	244			182
페놀유도체	(20)	0			(16)
정밀화학 및 기타	67	76			73
영업이익률	2.6%	5.3%	5.0%		5.3%

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

	1Q14F				2014F			
	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화
매출액	1,171	1,179	8	1%	5,379	5,410	31	1%
영업이익	1	11	10	1026%	285	287	2	1%
영업이익률	0.1%	1.0%			5.3%	5.3%		
세전이익	(13)	0	13	NM	227	228	1	0%
세전이익률	-1.1%	0.0%			4.2%	4.2%		
지배주주 순이익	(11)	0	11	NM	167	169	3	2%
순이익률	-1.0%	0.0%			3.1%	3.1%		

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 금호석유 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013P	2014F
매출액	1,417	1,383	1,192	1,140	1,179	1,306	1,426	1,499	5,884	5,132	5,410
합성고무	680	654	511	450	465	593	702	811	3,038	2,295	2,572
합성수지	331	360	341	316	370	383	382	351	1,289	1,348	1,486
페놀유도체 (금호피앤비)	289	263	214	223	226	219	221	211	1,087	988	877
정밀화학 및 기타	117	107	127	150	117	111	120	126	471	501	475
매출비중(%)											
합성고무	48.0%	47.3%	42.8%	39.5%	39.5%	45.4%	49.3%	54.1%	51.6%	44.7%	47.5%
합성수지	23.4%	26.0%	28.6%	27.8%	31.4%	29.3%	26.8%	23.4%	21.9%	26.3%	27.5%
페놀유도체 (금호피앤비)	20.4%	19.0%	17.9%	19.6%	19.2%	16.8%	15.5%	14.1%	18.5%	19.3%	16.2%
정밀화학 및 기타	8.2%	7.7%	10.7%	13.1%	10.0%	8.5%	8.4%	8.4%	8.0%	9.8%	8.8%
영업이익	78	76	(2)	(18)	11	67	98	110	224	134	287
영업이익률(%)	5.5%	5.5%	-0.1%	-1.6%	1.0%	5.1%	6.9%	7.4%	3.8%	2.6%	5.3%
세전이익	48	29	(4)	(145)	0	58	90	80	134	(72)	228
세전이익률(%)	3.4%	2.1%	-0.4%	-12.7%	0.0%	4.4%	6.3%	5.3%	2.3%	-1.4%	4.2%
지배주주 순이익	34	26	6	(84)	0	43	67	59	130	(18)	169
순이익률(%)	2.4%	1.9%	0.5%	-7.4%	0.0%	3.3%	4.7%	4.0%	2.2%	-0.4%	3.1%

자료: 금호석유, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

금호석유화학은 1970년 설립된 합성고무 제조업체이다. 과거 금호아시아나 그룹에 속해있었으나 구조조정 이후 분리 경영을 하고 있으며 계열 분리를 추진 중이다. 2012년 연결 매출 비중은 합성고무 52%, 합성수지 22%, 에너지, 페놀유도체 및 기타 사업이 26%이다. 2012년 현재 SBR과 BR의 생산능력(95.5만톤/년) 기준으로 세계 1위의 합성고무 제조 기업이다. 합성수지 사업에서는 PS, ABS 등을 생산하고 있다. 합성고무와 합성수지의 원재료인 부타디엔의 자가 생산 설비도 23.7만톤/년 보유하고 있다. 에너지 사업에서는 열병합발전소를 통해 스팀, 전기를 판매하고 있다. 주요 연결 자회사로는 페놀, BPA를 주로 판매하는 금호피앤비화학(지분율 78.2%)이 있고 지분법 반영되는 화학 자회사로는 금호폴리켄(EPDM 제조업체, 50% 지분), 금호미쓰이화학(MDI 제조업체, 50% 지분) 등이 있다.

- 합성고무(synthetic resin): 주로 타이어, 신발 등에 쓰이며 SBR과 BR이 대표적인 합성고무 제품
- 합성수지(synthetic resin): 화학공업에서 만들어지는 고분자화합물 중 합성섬유와 합성 고무를 제외한 것의 총칭으로 일반적으로 플라스틱을 지칭
- PS(polystyrene): SM(스타이렌 모노머)으로 제조하는 합성수지로 가전제품 케이스 및 부품, 단열재 등의 원료로 사용
- ABS(acrylonitrile butadiene styrene): 전자제품 및 자동차의 표면 소재로 주로 사용되는 합성수지 제품
- 부타디엔(butadiene): 납사 분해시 부생하는 C4유분에서 추출하거나 부탄을 이용해 제조, 합성고무, ABS 등의 원료
- 페놀(phenol): 벤젠, 프로필렌을 반응시켜 제조하며 BPA, 페놀수지의 원료로 주로 사용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,058	1,490	1,193	1,217	1,988
현금성자산	505	246	68	32	222
매출채권및기타채권	921	638	619	653	861
재고자산	582	567	474	499	861
비유동자산	2,656	2,921	3,014	3,109	3,473
투자자산	672	720	715	711	706
유형자산	1,922	2,130	2,415	2,671	2,953
무형자산	35	28	28	28	28
자산총계	4,714	4,411	4,208	4,326	5,461
유동부채	2,713	1,438	1,404	1,408	2,273
매입채무및기타채무	721	512	408	419	1,064
단기차입금및단기사채	813	804	857	845	845
유동성장기부채	1,123	78	88	91	231
비유동부채	444	1,314	1,253	1,241	1,245
사채	100	558	542	537	539
장기차입금및금융부채	267	653	635	628	630
부채총계	3,157	2,752	2,657	2,648	3,518
지배주주지분	1,448	1,548	1,469	1,593	1,851
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,047	1,113	1,024	1,148	1,407
비지배주주지분	109	111	82	85	92
자본총계	1,557	1,658	1,550	1,678	1,943

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	668	245	124	295	534
당기순이익	544	126	(47)	173	320
유형자산감가상각비	146	153	165	153	166
무형자산상각비	9	7	8	7	8
자산부채변동	(197)	(64)	9	(48)	75
기타	166	23	(11)	10	(35)
투자활동현금흐름	(245)	(374)	(289)	(260)	(286)
유형자산투자	(291)	(369)	(285)	(256)	(282)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	50	(3)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	0	1	1	1	1
재무활동현금흐름	(69)	(132)	(12)	(72)	(58)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	(51)	(76)	30	(23)	4
배당금지급	(23)	(56)	(42)	(49)	(61)
기타	0	0	0	0	(1)
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	354	(259)	(177)	(36)	190

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

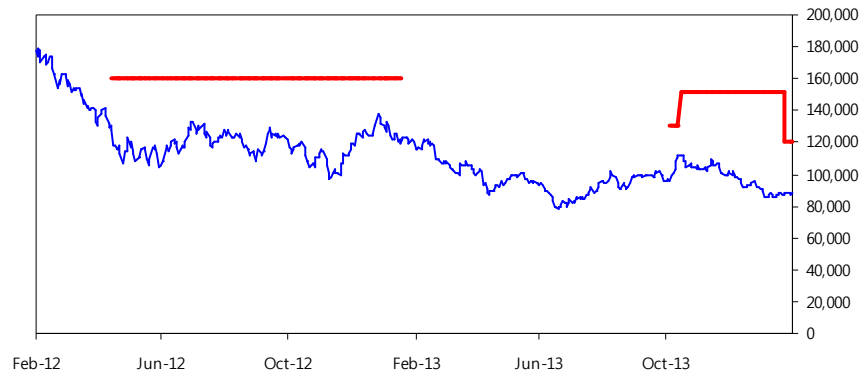
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	5,132	5,410	6,621
매출원가	5,410	5,481	4,814	4,942	5,909
매출총이익	1,047	403	318	468	712
판매관리비	208	179	184	181	222
영업이익	839	224	134	287	490
금융수익	62	75	86	91	111
이자수익	9	14	5	5	6
금융비용	218	139	129	154	189
이자비용	140	101	73	77	94
기타영업외손익	3	(93)	(203)	(38)	(27)
관계기업관련손익	73	67	40	43	37
세전계속사업이익	758	134	(72)	228	422
법인세비용	215	8	(25)	55	102
연결당기순이익	544	126	(47)	173	320
지배주주지분순이익	506	130	(18)	169	313
기타포괄이익	(73)	31	0	0	0
총포괄이익	470	157	(47)	173	320
지배주주지분포괄이익	434	156	(18)	169	313
EBITDA	994	384	307	447	664

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	24,723	4,959	(713)	6,152	11,418
BPS	56,208	50,797	48,200	52,269	60,759
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	30.3	(8.9)	(12.8)	5.4	22.4
영업이익증가율	49.7	(73.3)	(40.0)	113.8	70.9
순이익증가율	60.0	(74.4)	0.0	0.0	85.0
EPS증가율	56.3	(79.9)	0.0	0.0	85.6
EBITDA증가율	40.0	(61.4)	(19.9)	45.4	48.7
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	2.6	5.3	7.4
순이익률	7.8	2.2	(0.4)	3.1	4.7
EBITDA Margin	15.4	6.5	6.0	8.3	10.0
ROA	12.3	2.8	(1.1)	4.1	6.5
ROE	44.5	8.7	(1.2)	11.1	18.2
배당수익률	1.2	1.5	2.1	2.3	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,764	1,826	2,036	2,052	2,005
차입금/자본총계비율(%)	147.8	126.2	136.9	125.3	115.6
Valuation(X)					
PER	6.8	26.3	NM	14.3	7.7
PBR	3.0	2.6	2.0	1.7	1.4
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	15.5	16.6	10.9	7.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2012.04.19	매수	160,000 원
	2013.01.24	중립	-
	2013.10.10	매수	130,000 원
	2013.10.21	매수	151,000 원
	2014.01.29	매수	120,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 2월 5일 현재 금호석유 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 금호석유 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.