

금호석유 (011780)

시간이 필요

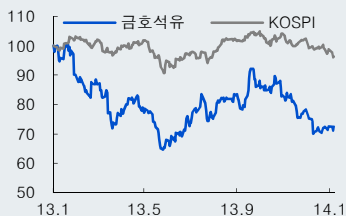
화학

Results Comment
2014.2.6

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	100,000
현재주가(14/02/05, 원)	88,000
상승여력	14%

영업이익(13P, 십억원)	134
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	148
EPS 성장률(13P, %)	적전
MKT EPS 성장률(13F, %)	3.7
P/E(13P, x)	-
MKT P/E(13F, x)	12.0
KOSPI	1,891.32
시가총액(십억원)	2,681
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	43.4
외국인 보유비중(%)	9.5
베타(12M) 일간수익률	1.13
52주 최저가(원)	78,500
52주 최고가(원)	122,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-7.8	-26.7
상대주가	-1.0	-6.5	-24.8



[정유화학]

박연주
02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지
02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

지연되는 실적 개선, 투자 의견 Trading Buy 유지

금호석유에 대해 투자 의견 Trading Buy와 목표가 100,000원을 유지한다. 4분기 실적은 컨센서스를 하회하였고 1분기도 회복 속도가 빠르지 않아 실적 전망치를 하향 조정하였다. **상반기까지는 밸류에이션 매력에 확보될 때에만 제한적 트레이딩, 하반기 이후 적극적인 바닥 찾기를 추천한다.**

합성고무/BPA는 13년 공급이 약 10% 증가하면서 잉여 설비가 늘어났다. 일반적으로 수요가 연 5% 내외의 증가한다고 볼 때, 화학 제품 마진은 잉여 설비가 소화된 이후부터 개선되기 때문에 **본격적인 업황 회복은 15년으로 예상된다.** 여기에 최근 중국을 비롯한 이머징 지역의 수요가 예상보다 부진해 실적 개선이 지연되고 있는 것으로 판단된다.

다만 가동률 측면에서는 13년 공급이 크게 늘고 수요가 가장 부진했기 때문에 **최악을 통과했고 시간이 소요될 뿐 중기적으로는 업황이 개선될** 가능성이 높다. 단기 모멘텀 측면에서는 2분기를 주목할 필요가 있는데, 원재료인 부타디엔 가격이 납사 크래커의 정기보수, LPG 투입량 증가, 타이어 성수기 진입 등으로 상승하는 경향이 있기 때문이다. 다만 합성고무 잉여 설비가 많은 상황에서 부타디엔 가격만 상승하면 합성고무 마진이 위축될 수 있어 유의할 필요가 있다.

목표주가는 **실적이 과거 평균 수준으로 정상화되었을 때의 영업 가치와 에너지 부문의 증설 가치를 더해 도출**하였다. 에너지 부문은 페타이어와 석탄을 원료로 전기 및 스팀을 생산하는 사업으로 16년에는 설비를 2배로 확대할 예정이다.

4Q review: 합성고무/BPA 부진으로 컨센서스 하회

금호석유의 4분기 실적은 영업적자 177억원으로 최근 낮아진 컨센서스를 하회하였다. 합성고무 부문은 적자가 확대되었는데 수요가 부진한 가운데 공급이 확대되면서 경쟁이 심화되었고 일부 원재료를 시장 가격보다 비싸게 구입해 자체적으로도 스프레드가 위축되었다. 페놀유도체(BPA)는 공급 과잉으로 적자가 지속되었다. 합자회사의 실적 부진에 따라 투자금에 대한 충당금 설정(700억원) 등으로 세전이익은 1,448억원 적자를 기록하였다.

춘절 이후 업황 흐름 및 2분기 부타디엔 가격 주목

1분기 현재 시황은 4분기와 크게 다르지 않다. 단기적으로 **춘절 이후의 업황 흐름이 실적에 중요할** 전망이다. 다만 실적에 부정적인 영향을 미쳤던 고가의 원재료 투입은 14년 2월부터는 해소되어 합성고무 부문 실적은 전분기보다는 개선될 것으로 예상된다. 페놀유도체는 13년 하반기 증설이 집중되어 당분간 잉여 설비 소화에 시간이 걸릴 전망이다. 1분기 영업이익은 전분기대비 개선된 191억원으로 추정되나 개선의 속도는 점진적일 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,957	6,457	5,884	5,132	4,895	6,028
영업이익 (십억원)	560	839	224	134	221	452
영업이익률 (%)	11.3	13.0	3.8	2.6	4.5	7.5
순이익 (십억원)	316	506	130	-2	99	233
EPS (원)	11,109	17,569	3,869	-51	2,952	6,963
ROE (%)	49.1	44.5	8.7	-0.1	6.5	14.3
P/E (배)	8.1	9.5	33.7	-	29.8	12.6
P/B (배)	3.0	3.8	2.8	2.1	1.9	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분기별 실적 추정

(십억원, %, 달러/톤, 달러/배럴)

		2013P				2014F				2012	2013P	2014F
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	계	1,415	1,384	1,192	1,140	1,045	1,182	1,376	1,291	5,884	5,132	4,895
	합성고무	680	654	511	450	395	491	643	586	3,038	2,295	2,114
	합성수지	331	360	340	316	299	306	315	305	1,289	1,348	1,226
	페놀 유도체	277	254	205	223	222	255	288	275	1,051	959	1,040
	에너지	43	29	44	43	45	45	45	41	168	158	176
	기타	84	87	92	107	85	85	85	85	338	372	340
영업이익	계	78	77	-2	-18	19	52	86	64	224	134	221
	합성고무	34	46	0	-17	2	23	45	40	113	63	110
	합성수지	10	7	3	0	3	10	15	8	31	21	36
	페놀 유도체	6	5	-25	-20	-13	-9	-2	0	-7	-34	-24
	에너지	20	12	21	20	23	23	23	16	81	73	84
	기타	8	7	-1	-2	5	5	5	0	6	12	15
세전이익		48	29	-4	-145	6	39	71	49	134	-73	165
당기순이익		34	26	6	-84	4	23	43	29	130	-2	99
영업이익률		5.5	5.6	-0.1	-1.6	1.8	4.4	6.2	5.0	3.8	2.6	4.5
당기순이익률		2.4	1.9	0.5	-5.9	0.3	2.0	3.1	2.3	2.2	0.0	2.0

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %)

	변경 전			변경 후			변경률		
	13F	14F	15F	13P	14F	15F	13P	14F	15F
매출액	5,026	5,026	5,230	5,132	4,895	6,028	2.1	-2.6	15.3
영업이익	148	288	494	134	221	452	-8.4	-23.2	-8.6
당기순이익	60	151	314	-2	99	233	-102.9	-34.5	-25.7
영업이익률	2.9	5.7	9.4	2.6	4.5	7.5	-0.3	-1.2	-2.0
당기순이익률	1.2	3.0	6.0	0.0	2.0	3.9	-1.2	-1.0	-2.1

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 금호석유 밸류에이션

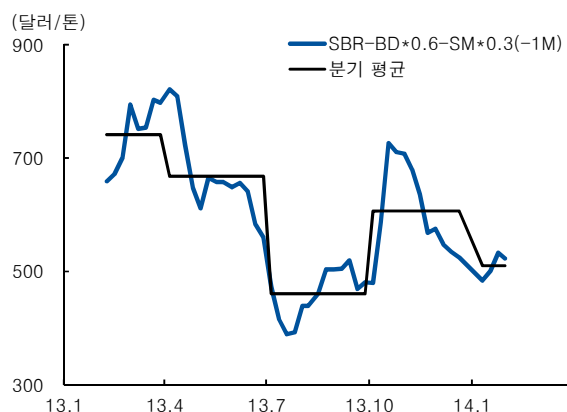
(십억원, 배, 천주, 원)

	전망치	주요 가정
매출액	5,000	11~12년 평균 매출액 수준
영업이익	400	과거 10년 평균 영업이익률 8% 가정
당기순이익	263	법인세율 75% 가정
적정 PER	10	화학 업종 목표 PER 적용
사업 가치	2,625	
에너지 부문 증설 가치	600	16년 추가 영업이익 800억원에 PER 10배 적용
적정 가치	3,225	
적용 주식수	33,491	수정평균주식수
적정 주가	96,294	

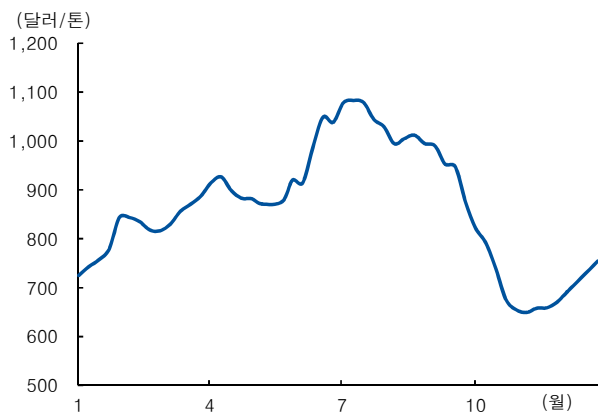
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. SBR(합성고무) 스프레드 추이

그림 2. 부타디엔 월평균 가격 추이: 2~3분기 상승하는 계절성



자료: 플랫폼, KDB대우증권 리서치센터



자료: 씨스캠, KDB대우증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	5,884	5,132	4,895	6,028
매출원가	5,481	4,816	4,493	5,395
매출총이익	403	316	402	633
판매비와관리비	179	181	181	181
조정영업이익	224	134	221	452
영업이익	224	134	221	452
비영업손익	-90	-207	-56	-63
금융손익	-88	-68	-76	-83
관계기업등 투자손익	67	-80	20	20
세전계속사업손익	134	-73	165	389
계속사업법인세비용	8	-51	41	97
계속사업이익	126	-22	124	292
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	126	-22	124	292
지배주주	130	-2	99	233
비지배주주	-3	-20	25	58
총포괄이익	157	-13	124	292
지배주주	156	-29	149	352
비지배주주	1	16	-26	-60
EBITDA	384	309	409	645
FCF	-123	-71	-75	174
EBITDA 마진율 (%)	6.5	6.0	8.4	10.7
영업이익률 (%)	3.8	2.6	4.5	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	0.0	2.0	3.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	245	217	225	374
당기순이익	126	-22	124	292
비현금수익비용가감	280	212	286	354
유형자산감가상각비	153	170	185	191
무형자산상각비	7	5	4	3
기타	120	37	97	160
영업활동으로인한자산및부채의변동	-64	47	-67	-92
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	179	-56	-81	-111
재고자산 감소(증가)	13	37	-71	-96
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-213	78	48	65
법인세납부	-26	29	-41	-97
투자활동으로 인한 현금흐름	-374	-274	-352	-270
유형자산처분(취득)	-368	-283	-300	-200
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	11	36	-52	-70
기타투자활동	-14	-27	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-132	-51	144	144
장단기금융부채의 증가(감소)	-209	-5	200	200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-56	-56	-56	-56
기타재무활동	133	10	0	0
현금의 증가	-259	-60	-2	215
기초현금	505	246	186	184
기말현금	246	186	184	399

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

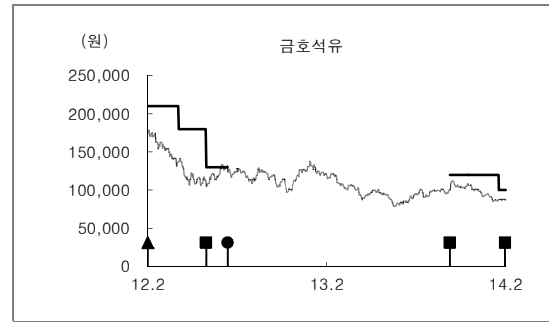
(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,490	1,411	1,572	2,009
현금 및 현금성자산	246	186	184	399
매출채권 및 기타채권	636	657	745	864
재고자산	567	531	601	698
기타유동자산	41	37	42	48
비유동자산	2,921	2,969	3,168	3,294
관계기업투자등	318	291	330	383
유형자산	2,130	2,241	2,356	2,366
무형자산	28	29	26	22
자산총계	4,411	4,380	4,741	5,304
유동부채	1,438	1,337	1,418	1,528
매입채무 및 기타채무	469	527	598	693
단기금융부채	882	730	730	730
기타유동부채	87	80	90	105
비유동부채	1,314	1,452	1,665	1,882
장기금융부채	1,211	1,358	1,558	1,758
기타비유동부채	103	94	107	124
부채총계	2,752	2,789	3,082	3,410
지배주주지분	1,547	1,497	1,540	1,717
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,113	1,060	1,103	1,280
비지배주주지분	111	94	118	177
자본총계	1,658	1,591	1,658	1,894

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	33.7	-	29.8	12.6
P/CF (x)	10.8	16.8	7.2	4.6
P/B (x)	2.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	15.6	16.1	12.2	7.8
EPS (원)	3,869	-51	2,952	6,963
CFPS (원)	12,122	5,683	12,225	19,271
BPS (원)	47,407	44,703	45,984	51,277
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	39.5	-225.7	40.3	17.1
배당수익률 (%)	1.5	2.1	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	-8.9	-12.8	-4.6	23.1
EBITDA증가율 (%)	-61.4	-19.5	32.4	57.7
조정영업이익증가율 (%)	-73.3	-40.2	64.9	104.5
EPS증가율 (%)	-78.0	-	-	135.9
매출채권 회전을 (회)	8.0	8.6	7.5	8.1
재고자산 회전을 (회)	10.2	9.3	8.7	9.3
매입채무 회전을 (회)	15.3	14.9	11.7	12.2
ROA (%)	2.8	-0.5	2.7	5.8
ROE (%)	8.7	-0.1	6.5	14.3
ROIC (%)	7.6	1.4	5.6	10.8
부채비율 (%)	166.0	175.3	185.9	180.0
유동비율 (%)	103.6	105.5	110.9	131.5
순차입금/자기자본 (%)	110.1	118.3	125.5	108.9
조정영업이익/금융비용 (x)	2.2	1.8	2.7	5.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
금호석유(011780)	2014.01.22	Trading BUY	100,000원
	2013.10.14	Trading BUY	120,000원
	2012.07.18	중립	-
	2012.06.04	Trading BUY	130,000원
	2012.04.09	매수	180,000원
	2012.02.01	매수	210,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 금호석유(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 금호석유(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권을 발행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.