

Company Report

April 17, 2013 / 13-20

a

Bookook Research Center

최상도 (02)368-9515

sdchoi@bookook.co.kr

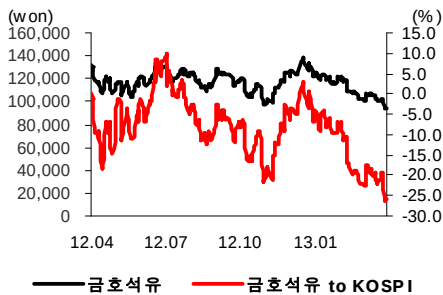
Buy (유지)

목표주가

120,000원

현재가 (원)	90,900
액면가 (원)	5,000
자본금 (억원)	1,675
시가총액 (억원)	28,424
상장주식수 (만주)	3,349
외국인보유비중 (%)	10.96
60일 평균거래량 (주)	184,590
52주 최고/최저 (원)	138,000
52주 최고/최저 (원)	90,900
주요주주	박철완 9.98 %

Stock Performance



금호석유 (011780)

바닥은 확인했다

- 1분기 실적 비교적 양호
- 하반기 이후 실적개선 본격화될 전망
- 최근의 주가 급락은 과도

1분기 실적은 예상을 상회

1분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 13.6%, 155.9% 증가하며, 당사 및 시장컨센서스를 상회. 주력제품인 합성고무의 수요는 부진했으나, 판매량이 증가했고, 스프레드 개선으로 수익성이 개선되었음. 폐놀유도체 및 합성수지도 가동률 상승 및 스프레드 개선으로 실적개선됨. 세전이익은 주가하락에 따른 매도가능증권 손상차손 감소로 흑자전환에 성공함.

하반기 이후 실적개선 본격화 기대

합성고무 수요부진이 이어지고 있고, 합성고무 및 열병합발전 정기보수로 2분기 실적개선은 제한적일 전망. 다만, 5월 이후 합성고무 수요증가로 실적개선이 기대되고, 수익성이 좋은 S-SBR 판매 본격화, 원달러환율 상승 등은 실적개선을 기대하는 요인임. 하반기 이후 수요증가가 본격화되면 서 실적도 크게 개선될 것으로 추정됨.

중장기적인 성장모멘텀 확보하고 있어

작년 하반기 SBR 11만톤, S-SBR 6만톤 등의 증설이 완료된 데 이어, 금년에는 BPA 15만톤, 에폭시 수지 7만톤의 증설이 예정되어 있음. 타이어 라벨링 제도로 S-SBR 수요증가가 예상되며, 추가적인 증설도 기대됨. 목표주가 120,000원과 투자의견 Buy 제시함.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2010	49,570	5,710	4,832	3,160	11,109	8.1	6.8	3.3	49.1
2011	64,574	8,390	7,584	5,056	15,097	11.1	7.2	4.0	44.5
2012	58,837	2,238	1,337	1,296	3,869	33.7	15.7	2.9	8.7
2013E	61,299	3,706	3,204	2,446	7,304	12.4	8.8	1.8	14.9
2014E	70,479	4,860	4,465	3,452	10,308	8.8	7.2	1.5	18.4

1분기 실적 예상을 상회

1분기 실적 Review

1분기 매출액과 영업이익은 전반적인 수요부진으로 전년동기대비 각각 12.8%, 35.8% 감소한 14,149억원과 783억원에 그쳤으나, 전분기대비로는 각각 13.6%, 155.9% 증가하며 당사 및 시장 컨센서스를 상회하였는데, 수요부진을 감안하면 어닝 서프라이즈 수준으로 판단된다. 주력제품인 합성고무는 증설효과로 판매량이 증가하면서 매출액이 증가한 데다, 고가에 매입한 부타디엔이 소진되면서 상대적으로 저렴한 부타디엔이 투입된 반면, 합성고무 가격은 춘절 재고보충 효과로 상승함에 따라 스프레드 확대로 수익성까지 개선되었다. 가동률 및 제품가격 상승으로 합성수지의 실적이 개선되었으며, 4분기 적자를 기록했던 페놀유도체도 원재료(벤젠) 가격이 하락한 반면, BPA가격은 상승하면서 흑자전환했다. 특히, 3월부터 합성고무 가격이 부타디엔 가격 하락 영향으로 약세를 보였으나, 부타디엔 가격이 높은 시기에 3월 합성고무 판매를 좋은 조건에 확정한 것이 1분기 호실적의 주요 요인으로 작용했다. 세전이익은 지분법 이익 감소에도 불구하고 대우건설, CJ대한통운 추가하락에 따른 매도가능금융자산 손상차손 감소(4Q 약 600억원 → 1Q 200억원)로 흑자전환(486억원)했다.

2분기 실적개선은 제한적

실적전망

계절적 성수기 진입에도 불구하고 수요회복 지연에 따른 합성고무 가격하락 및 정기보수 영향으로 2분기 실적개선은 제한적일 전망이다. 주요 원재료인 부타디엔 가격은 2월초 톤당 2,000달러를 상회하기도 했으나, 급락하여 현재에는 1,300달러 수준에 머물고 있는데, 합성고무 가격하락 및 스프레드 축소로 이어질 전망이다. 특히, 중국내 합성고무 재고가 사상 최고치를 기록하고 있어 당분간 합성고무 가격 약세가 이어질 것으로 추정된다. 또한, 4월 합성고무(BR 14만톤)의 정기보수가 진행되고 있고, 수익성이 높은 열병합발전 정기보수도 예정되어 있어 실적감소 요인으로 작용할 전망이다. 다만, 계절적 성수기 진입으로 5월 이후 합성고무 수요증가가 기대되는 데다, 기존 합성고무 대비 수익성이 좋은 S-SBR(연간 6만톤)의 판매가 본격적으로 진행될 예정이고, 합성고무 수요회복시 글로벌 1위업체로서의 역량이 발휘될 가능성이 높다. 또한, 계절적 성수기를 맞이하여 합성수지의 수요증가가 기대되며, 최근의 원달러환율 상승도 실적개선을 기대하는 요인이다. 이에 따라, 2분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 3.3%, 3.0% 증가한 14,609억원과 806억원이 예상된다.

하반기 의미있는 실적개선 기대

의미있는 실적개선은 하반기부터 가능할 전망이다. 수요부진으로 2009년 8월 이후 최저치를 기록하고 있는 부타디엔 가격은 가동률 조정 및 재고감소로 추가적인 하락은 제한적일 것으로 예상되는 가운데, 5월 이후 합성고무 수요증가로 강한 상승이 기대되며, 합성고무 가격 상승으로 이어질 것으로 추정된다. 원재료가격 상승이 제품가격으로 연결되는 시차를 감안할 때, 3분기에는 의미있는 실적개선이 기대된다. 또한, 고수익성의 열병합발전 정기보수가 하반기에는 없으며, 페놀유도체의 스프레드 개선 및 증설분 가동 등도 하반기 실적개선을 기대하는 요인이다. 특히, 과거 부타디엔 상승기에 합성고무의 수익성이 크게 개선된 사례를 볼 때, 최근 들어 최저치를 기록하는 부타디엔의 상승전환은 실적개선의 키포인트이다. 이에 따라, 하반기 영업이익은 분기당 1,000억원을 상회할 것으로 전망된다.

[표1] 2013년 분기실적 전망

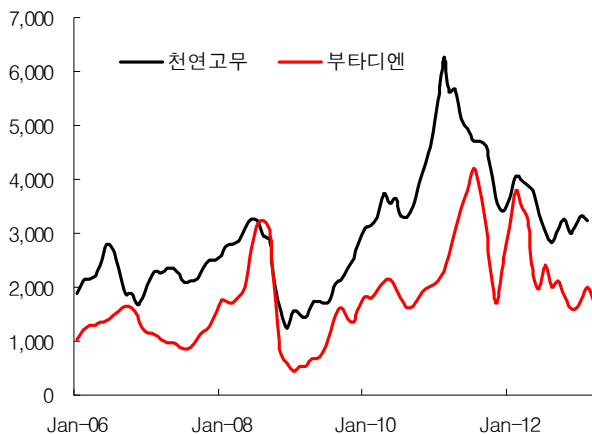
(단위 : 억원)

	1QP	2QE	3QE	4QE	2013E
매출액	14,149	14,609	16,216	16,325	61,299
합성고무	6,801	7,541	8,472	8,793	31,608
합성수지	3,314	3,394	3,566	3,320	13,593
에너지 등	1,265	1,254	1,340	1,320	5,180
페놀유도체 등	2,769	2,420	2,839	2,891	10,919
영업이익	783	806	1,069	1,048	3,706
합성고무, 수지 등	709	752	986	973	3,420
페놀유도체 등	75	53	82	75	286
세전이익	486	697	1,034	986	3,204
지배주주순이익	331	554	797	764	2,446

자료 : 금호석유화학, 부국증권 추정

[그림 1] 부타디엔 및 천연고무 가격 동향

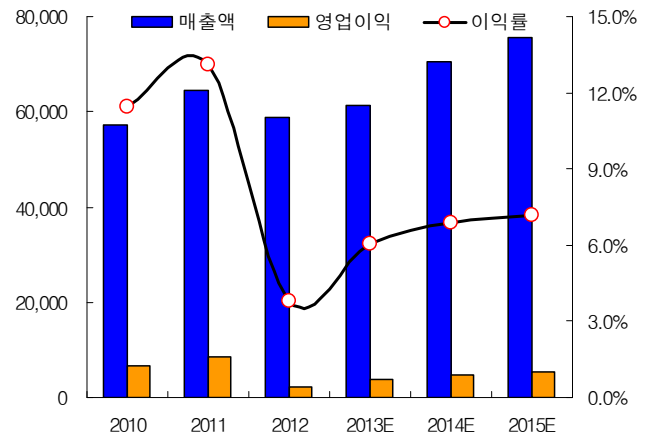
(단위 : USD/톤)



자료 : 씨스켄닷컴 수입업협회

[그림 2] 연간 실적추이 및 전망

(단위 : 억원)



자료 : 금호석유화학 부국증권 추정

증설로 성장성 확보

중장기 성장성은 여전히 유효

실적부진 우려에도 불구하고 중장기 성장성은 유효한 것으로 판단된다. 2012년말 완공한 S-SBR 6만톤이 본격적으로 가동되고 있으며, 2014년까지 10만톤을 추가로 증설할 계획이다. 특히, 작년 11월부터 유럽, 국내 등에서 시행되고 있는 타이어 라벨링 제도로 인해 S-SBR의 수요가 급증할 전망이어서 수혜가 기대된다. 예정보다 늦어졌지만 BPA 15만톤도 2분기 증설을 마치고 3분기부터 가동에 들어갈 예정이며, 에폭시 수지 7만톤은 금년 4분기부터, BPA 업스트림인 페놀(30만톤), 아세톤(18.5만톤), 큐멘(46만톤) 등도 2015년 하반기에는 가동될 것으로 보여 실적개선에 기여할 전망이다. 게다가, 2016년 가동을 목표로 여수 제2에너지의 증설도 진행 중이다. 스팀 800톤/h, 전기 145MWH를 증설할 계획인데, 기존의 생산능력대비 각각 87.9%, 93.5%에 해당하며, 높은 수익성은 감안할 때 영업이익에서 차지하는 기여도가 증가할 것으로 추정된다.

관계회사 가치에 주목해야

관계회사 실적개선 이어질 전망

금호폴리켄, 금호미쓰이화학 등 관계회사에도 관심이 필요하다. 특히, 국내 1위의 EPDM 제조업체 금호폴리켄에 주목할 필요가 있다. 전년 주춤하기는 했으나, 매출액 4,308억원(+6.8%)과 영업이익 1,353억원(-4.7%)을 달성하는 등 여전히 높은 수익성(영업이익률 31.4%)을 보여주었다. 현재 10만톤인 생산능력은 2분기 6만톤 증설이 완료되면 16만톤으로 확대되며, 매출증가로 이어질 전망이다. 다만, 영업이익률은 가동 초기 낮은 수율 등을 감안하면 30%선을 하회할 것으로 추정된다. MDI 제조업체 금호미쓰이화학도 전년 2분기말 MDI 5만톤을 증설하면서 MDI생산능력이 20만톤으로 확대되었다. 2012년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 31.4%, 87.5% 급증한 5,451억원과 303억원을 시현한 바 있으며, 증설효과로 실적개선이 예상된다.

목표주가 120,000원,
투자의견 Buy 제시

Valuation

예상보다 지연되고 수요회복을 고려하여 금호석유화학의 6개월 목표주가를 120,000원으로 하향하나, 투자의견은 Buy를 유지한다. 1분기 예상을 뛰어넘는 실적을 감안할 때, 최악의 상황은 벗어난 것으로 보이며, 하반기 이후 수요증가로 본격적인 실적개선이 기대되기 때문이다. 또한, 합성고무 및 열병합 발전소, 폐놀유도체 증설 등 중장기적인 성장모멘텀을 확보하고 있으며, 금호폴리켄, 금호미쓰이화학 등 우수한 관계회사 가치 등을 감안할 때 최근의 주가급락은 과도한 것으로 판단된다. 목표주가 120,000원은 2013년, 2014년 수정PES 기준 PER 각각 12.5배, 8.8배 수준으로 중장기적인 성장모멘텀, 우수한 관계회사 가치 등을 감안할 때, 충분히 도달 가능한 수치이며, 최근의 주가급락을 저가매수의 기회로 삼을 것을 권고한다.

[표2] 목표주가 산출

(단위 : 억원, 원, 천주)

구 분	Value	비 고
영업가치(A)	42,100	2013년 2014년 평균 EBITDA 7배 적용
투자자산가치(B)	7,256	
금호폴리켄	3,061	2012년말 장부가치의 2배 적용
금호미쓰이화학	778	2012년말 장부가치
중국관계회사	726	2012년말 장부가치의 20% 할인
아시아나항공	1,035	시가(04/17)의 20% 할인
대우건설	964	시가(04/17)의 20% 할인
기타	692	2012년말 장부가치의 20% 할인
순차입금(C)	19,106	2013년말 기준
기업가치(D)	30,320	A + B - C
우선주가치(E)	729	시가(04/17)
보통주가치(F)	29,591	D - E
보통주주식수(G)	24,875	2012년말 기준(자기주식 제외)
주당가치(H)	118,958	F / G

자료 : 부국증권 추정

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2011. 04. 29	Buy	280,000원
2011. 07. 29	Buy	300,000원
2011. 09. 30	Buy	260,000원
2011. 12. 29	Buy	240,000원
2012. 02. 20	Buy	240,000원
2012. 04. 13	Buy	200,000원
2012. 10. 05	Buy	150,000원
2013. 02. 28	Buy	140,000원
2013. 04. 16	Buy	120,000원



- ❖ 본 자료는 2013년 04월 16일 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 최상도
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E
유동자산	20,581	14,901	17,649	18,511
현금 및 현금성자산	5,051	2,462	1,894	1,509
매출채권	8,871	5,857	7,510	8,105
재고자산	5,816	5,673	7,183	7,753
비유동자산	26,561	29,206	31,098	34,062
관계기업투자등	2,705	3,181	3,702	4,332
유형자산	19,224	21,296	22,668	24,940
무형자산	352	284	269	257
자산총계	47,142	44,107	48,747	52,572
유동부채	27,132	14,385	16,853	17,491
매입채무	4,281	2,873	4,571	4,934
단기금융부채	19,355	8,819	8,819	8,819
비유동부채	4,440	13,139	13,423	13,688
장기금융부채	3,665	12,113	12,113	12,113
기타비유동부채	577	753	1,017	1,282
부채총계	31,572	27,524	30,276	31,179
지배주주지분	14,477	15,477	17,363	20,256
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	2,653	2,653	2,653	2,653
이익잉여금	10,469	11,132	13,019	15,912
비지배주주지분	1,094	1,107	1,107	1,137
자본총계	15,571	16,584	18,470	21,393

현금흐름표

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E
영업활동으로 인한 현금흐름	7,652	3,158	3,818	5,004
당기순이익(손실)	5,438	1,261	2,446	3,482
비현금수익비용가감	5,135	2,799	2,943	3,157
유형자산감가상각비	1,460	1,530	1,628	1,728
무형자산상각비	85	70	55	52
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	-1,971	-643	-813	-653
매출채권 감소(증가)	-1,103	1,790	-1,802	-647
재고자산의(증가)감소	-1,303	125	-1,510	-570
매입채무 감소(증가)	1,081	-2,128	2,031	533
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,171	-3,367	-2,910	-3,929
유형자산처분(취득)	-2,908	-3,683	-3,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-40	-28	-40	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	569	45	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,937	-2,393	-1,477	-1,460
장단기금융부채의 감소(증가)	-513	-759	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금지급	-230	-559	-559	-559
현금의 증가	3,543	-2,588	-568	-385
기초현금	1,508	5,051	2,462	1,894
기말현금	5,051	2,462	1,894	1,509

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E
매출액	64,574	58,837	61,299	70,479
매출원가	54,103	54,806	55,627	63,466
매출총이익	10,470	4,031	5,672	7,013
(이익률)	16.2%	6.9%	9.3%	10.0%
판매관리비	2,080	1,793	1,966	2,153
(비중)	3.2%	3.0%	3.2%	3.1%
영업이익	8,390	2,238	3,706	4,860
(이익률)	13.0%	3.8%	6.0%	6.9%
이자손익	-1,313	-878	-828	-830
외환손익	-187	57	0	0
관계기업등 투자손익	728	670	521	630
세전계속사업이익	7,584	1,337	3,204	4,465
법인세비용	2,146	76	757	982
계속사업이익	5,438	1,261	2,446	3,482
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	5,438	1,261	2,446	3,482
지배주주	5,056	1,296	2,446	3,452
EBITDA	9,936	3,837	5,389	6,639
FCF	2,865	690	616	877
EBITDA 마진율(%)	15.4	6.5	8.8	9.4
영업이익률(%)	13.0	3.8	6.0	6.9
지배주주귀속 순이익률(%)	7.8	2.2	4.0	4.9

주요투자지표

(단위: 억원)

	2011	2012	2013E	2014E
P/E(x)	11.1	33.7	12.4	8.8
P/CF(x)	8.5	15.1	7.4	5.8
PBR(x)	4.0	2.9	1.8	1.5
EV/EBITDA(x)	7.2	15.7	8.8	7.2
EPS(원)	15,097	3,869	7,304	10,308
CFPS(원)	19,712	8,644	12,330	15,623
BPS(원)	42,185	45,373	51,050	59,724
DPS(원)	2,000	2,000	2,000	2,000
매출액증가율(%)	30.3	-8.9	4.2	15.0
EBITDA 증가율(%)	40.0	-61.4	40.4	23.2
조정영업이익증가율(%)	49.7	-73.3	65.6	31.1
지배주주순이익증가율(%)	60.0	-74.4	88.8	41.1
EPS 증가율(%)	35.9	-74.4	88.8	41.1
매출채권회전율(회)	8.1	8.0	9.2	9.0
재고자산회전율(회)	12.5	10.2	9.5	9.4
ROA(%)	12.3	2.8	5.3	6.9
ROE(%)	44.5	8.7	14.9	18.4
부채비율(%)	202.8	166.0	163.9	145.7
순차입금/자기자본(%)	113.3	110.1	101.9	89.8
영업이익/이자비용(x)	6.0	2.2	4.0	5.4