

금호석유 (011780)

아직은 터널 통과 중

석유정제

Results Comment
2013. 7. 19

(Maintain)	중립
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/18, 원)	85,000
상승여력	-

영업이익(13F, 십억원)	282
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	337
EPS 성장률(13F, %)	10.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.8
P/E(13F, x)	20.0
MKT P/E(13F, x)	9.2
KOSPI	1,875.48
시가총액(십억원)	2,590
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	57.5
외국인 보유비중(%)	9.7
베타(12M, 일간수익률)	1.39
52주 최저가(원)	77,000
52주 최고가(원)	140,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-32.0	-32.3
상대주가	0.7	-26.4	-36.8



정유/화학

박연주

02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지

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

2Q review: 1분기대비 1.5% 감소한 767억원 기록

금호석유의 2분기 영업이익은 1분기대비 1.5% 감소한 767억원을 기록해 낮아진 컨센서스 수준을 기록하였다. 원재료인 부타디엔 가격이 급락하면서 합성고무 가격도 하락했으나, 합성고무와 부타디엔의 스프레드는 확대되어 합성고무 부문의 이익률은 전분기대비 개선되었다. 합성수지는 원재료인 SM 가격 급등과 부진한 수요에 따른 가격 하락으로 전분기대비 이익률이 둔화되었고 **폐놀유도체는 신규 업체들의 증설로 공급이 확대**되며 가격이 하락하였다. 에너지 부문은 정기보수 영향으로 매출액과 영업이익이 감소하였다.

3Q preview: 합성고무 재고 아직 높아, 실적 개선 더딜 전망

금호석유는 실적 발표 자료에서 원재료인 부타디엔 가격이 납사 크래커 가동률 상승, 신규 증설 등으로 인해 공급이 확대되면서 약세가 유지될 것으로 전망하였고, 합성고무 역시 재고 수준이 여전히 높아 판매가 약세가 지속될 것으로 전망하였다. 합성수지의 경우 계절적 성수기 진입으로 수익성이 회복될 것으로 예상했으나 원재료인 SM 가격은 정기보수 등으로 강세가 지속될 것으로 전망해 개선의 폭이 크지는 않을 것으로 전망된다.

3분기 영업이익은 710억원으로 실적 회복 속도가 더딜 전망이다. 원재료인 부타디엔 가격이 2분기 평균 1400달러 수준에서 현재 800달러 선까지 하락함에 따라 합성고무 가격도 빠르게 하락하고 있다. 원재료 매입부터 투입까지 시차가 있기 때문에 합성고무-부타디엔 스프레드는 전분기대비 둔화될 것으로 예상된다. BPA도 금호석유, LG화학 등의 증설로 공급이 확대되어 판가가 하락하고 있다. 원재료인 벤젠 가격은 상대적으로 강세를 유지하고 있어 마진이 둔화되고 있다. 다만 에너지 부문에서는 건조한 실적을 시현해 실적 둔화 폭을 제한시킬 전망이다.

부타디엔 가격 반등 가능성은 있으나 실적 회복의 폭은 높지 않을 전망, 중립 유지

금호석유에 대해 투자 의견 중립을 유지한다. 부타디엔 가격은 원재료인 납사가 이하까지 하락해 반등할 가능성이 있으나, 천연고무 재고가 여전히 많아 반등에 시간이 걸릴 것으로 전망되고, 하반기 증설도 예정되어 있어 반등의 레벨은 높지 않을 것으로 예상된다. 합성고무도 증설이 많고 가동률이 낮아 부타디엔 가격 반등 시 합성고무 마진은 위축될 수 있다.

바닥을 통과하고는 있으나 실적 회복의 속도가 더디고 현 주가가 13년 PER 20배, 14년 개선된 실적을 기준으로 9배에 거래되고 있어 밸류에이션 매력에 높지 않다는 판단이다. 본격적인 업황 회복은 합성고무 잉여 설비가 소화되는 14년 이후로 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	4,957	6,457	5,884	5,172	5,593	5,873
영업이익 (십억원)	571	839	224	282	489	489
영업이익률 (%)	11.5	13.0	3.8	5.5	8.7	8.3
순이익 (십억원)	316	506	130	143	318	406
EPS (원)	11,109	15,097	3,869	4,259	9,497	12,113
ROE (%)	49.1	44.5	8.7	8.9	17.7	19.0
P/E (배)	8.1	11.1	33.7	20.0	9.0	7.0
P/B (배)	3.1	3.9	2.8	1.7	1.5	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분기별 실적 추정

(십억원, %)

		2013F				2014F				2012	2013F	2014F
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	계	1,415	1,383	1,211	1,161	1,371	1,434	1,565	1,223	5,884	5,172	5,593
	합성고무	680	654	479	479	609	669	744	414	3,038	2,292	2,436
	합성수지	331	360	311	242	316	319	330	318	1,289	1,244	1,282
	페놀 유도체	277	254	291	310	316	316	316	316	1,051	1,132	1,265
	에너지	43	29	45	45	45	45	90	90	168	162	270
	기타	84	87	85	85	85	85	85	85	338	343	340
영업이익	계	78	77	71	56	122	116	150	100	224	282	489
	합성고무	34	46	32	32	66	62	68	27	113	144	224
	합성수지	10	7	15	9	18	15	21	22	31	41	76
	페놀 유도체	6	5	-1	-1	11	11	11	11	-7	9	44
	에너지	20	12	20	20	23	23	45	45	81	73	135
	기타	8	7	5	-5	5	5	5	-5	6	15	10
세전이익		48	30	50	46	107	71	128	85	134	177	391
당기순이익		34	25	41	43	86	55	103	74	130	143	318
영업이익률		5.5	5.5	5.9	4.8	8.9	8.1	9.6	8.2	3.8	5.4	8.7
당기순이익률		2.4	1.8	3.4	3.7	6.3	3.9	6.6	6.0	2.2	2.8	5.7

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	5,615	5,867	5,172	5,593	-7.9	-4.7
영업이익	317	467	282	489	-11.1	4.6
당기순이익	187	323	143	318	-23.7	-1.5
영업이익률	5.6	8.0	5.4	8.7	-	-
당기순이익률	3.3	5.5	2.8	5.7	-	-

자료: KDB대우증권 리서치센터

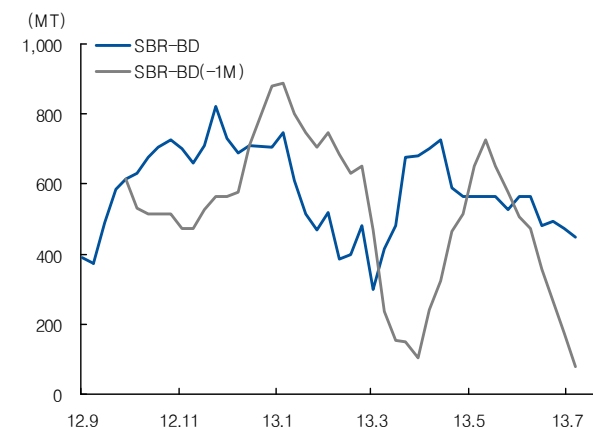
표 3. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

	2Q12	1Q13	2Q13P			성장률	
			실제치	대우증권 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,584	1,417	1,383	1,321	1,411	-12.7	-2.4
영업이익	26	78	77	64	74	193.4	-1.5
영업이익률	1.7	5.5	5.5	4.9	5.2	3.9	0.1
세전이익	10	48	30	46	44	207.2	-38.0
당기순이익	10	34	26	37	58	151.6	-23.5

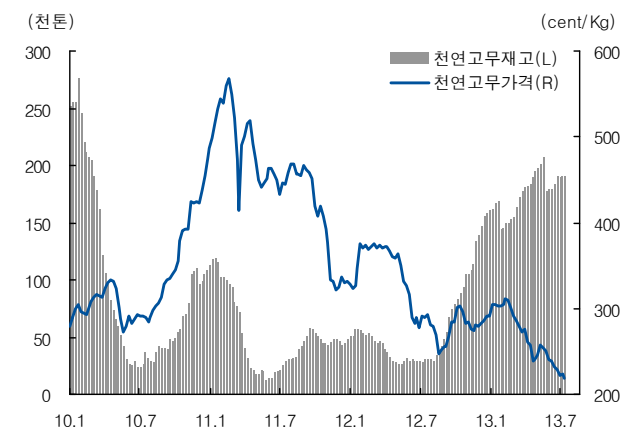
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. SBR-부타디엔 스프레드 추이



자료: 플랏츠

그림 2. 중국 천연고무 가격 및 재고 추이



자료: 상해선물거래소

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	5,884	5,172	5,593	5,873
매출원가	5,481	4,716	4,930	5,210
매출총이익	403	456	663	663
판매비와관리비	179	175	175	175
조정영업이익	224	282	489	489
영업이익	224	282	489	489
비영업손익	-90	-105	-98	12
순금융비용	88	77	76	66
관계기업등 투자손익	67	10	0	0
세전계속사업손익	134	177	391	500
계속사업법인세비용	8	40	78	100
계속사업이익	126	137	313	400
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	126	137	313	400
지배주주	130	143	318	406
비지배주주	-4	-5	-5	-5
총포괄이익	157	164	339	427
지배주주	156	163	339	426
비지배주주	1	1	1	1
EBITDA	384	408	604	613
FCF	69	69	350	362
EBITDA마진율 (%)	6.5	7.9	10.8	10.4
영업이익률 (%)	3.8	5.5	8.7	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	2.8	5.7	6.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	316	427	505	482
당기순이익	126	137	313	400
비현금수익비용가감	280	268	291	213
유형자산감가상각비	153	120	110	120
무형자산상각비	7	6	5	5
기타	-98	-46	-26	74
영업활동으로인한자산및부채의변동	-64	48	-21	-31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	179	61	-32	-31
재고자산 감소(증가)	13	43	-28	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-213	-48	23	23
법인세납부	-26	-26	-78	-100
투자활동으로 인한 현금흐름	-337	-296	-115	-107
유형자산처분(취득)	-368	-320	-120	-120
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	5	1	0	0
기타투자활동	30	25	8	15
재무활동으로 인한 현금흐름	-239	-190	-183	-363
장단기금융부채의 증가(감소)	-76	-231	-200	-300
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-56	-56	-50	-50
기타재무활동	-108	-84	-86	-81
현금의증가	-259	-59	207	12
기초현금	505	246	187	395
기말현금	246	187	395	406

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,490	1,345	1,613	1,685
현금 및 현금성자산	246	187	395	406
매출채권 및 기타채권	636	593	625	656
재고자산	567	529	557	585
기타유동자산	19	18	19	20
비유동자산	2,921	3,112	3,125	3,225
관계기업투자등	318	316	316	316
유형자산	2,130	2,333	2,343	2,343
무형자산	28	27	24	21
자산총계	4,411	4,457	4,738	4,909
유동부채	1,439	1,128	956	683
매입채무 및 기타채무	470	438	461	484
단기금융부채	882	610	410	110
기타유동부채	87	81	86	90
비유동부채	1,314	1,561	1,725	1,792
장기금융부채	1,211	1,447	1,600	1,667
기타비유동부채	75	73	71	70
부채총계	2,752	2,689	2,681	2,475
지배주주지분	1,548	1,655	1,944	2,321
자본금	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,113	1,199	1,467	1,823
비지배주주지분	111	113	113	114
자본총계	1,658	1,768	2,057	2,434

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	33.7	20.0	9.0	7.0
P/CF (x)	15.1	10.6	6.6	5.4
P/B (x)	2.8	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	15.7	11.5	7.4	6.9
EPS (원)	3,869	4,259	9,497	12,113
CFPS (원)	8,644	8,010	12,935	15,831
BPS (원)	46,560	49,807	58,530	69,844
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	43.2	34.9	15.6	12.3
배당수익률 (%)	1.5	2.4	2.4	2.4
매출액증가율 (%)	-8.9	-12.1	8.1	5.0
EBITDA증가율 (%)	-61.4	6.2	48.2	1.6
영업이익증가율 (%)	-73.3	25.9	73.3	0.0
EPS증가율 (%)	-74.4	10.1	123.0	27.5
매출채권 회전율 (회)	8.0	9.1	10.0	10.0
재고자산 회전율 (회)	10.2	9.4	10.3	10.3
매입채무 회전율 (회)	16.5	18.6	20.3	20.3
ROA (%)	2.8	3.1	6.8	8.3
ROE (%)	8.7	8.9	17.7	19.0
ROIC (%)	7.6	7.5	12.9	12.8
부채비율 (%)	166.0	152.1	130.3	101.7
유동비율 (%)	103.6	119.2	168.7	246.5
순차입금/자기자본 (%)	110.1	104.7	77.6	55.6
영업이익/금융비용 (x)	2.2	3.4	5.9	6.0

Compliance Notice

- 금호석유: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 금호석유: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

