

금호석유(011780)

매수(유지)

목표주가: 120,000원(하향)

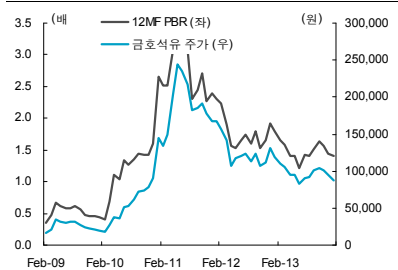
Stock Data

KOSPI(1/28)	1,917
주가(1/28)	86,700
시가총액(십억원)	2,642
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	123,500/78,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,341
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.4/9.6
주요주주(%)	박찬구 외 6인 24.2
	한국산업은행 14.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.2)	(6.2)	(29.5)
상대주가(%p)	(3.9)	(6.5)	(28.3)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q13 Preview: 예상보다 더딘 회복

4분기 실적은 전 분기 대비 개선되기 어려울 전망

금호석유의 4분기 실적은 매출액 1.13조원(-5.1% QoQ, -9.1% YoY), 영업적자 -41억원(적자 지속)으로 전 분기에 이어 부진할 전망이다. 4분기 동사의 핵심 제품인 합성고무 가격이 SBR 기준 16% QoQ, BR 기준 18% QoQ 상승하여 실적 회복에 대한 기대가 있었으나, 1) 핵심 원재료인 부타디엔 가격이 37% QoQ 상승하여 SBR-BD/SM, BR-BD 스프레드가 오�히려 축소되었고, 2) 4분기 타이어 업황 부진 및 합성고무 재고 상승으로 동사의 BR 가동률 역시 3분기 65%에서 50%로 하락하였고, 3) 페놀 제품 공급 과잉으로 금호 P&B의 영업적자가 4분기 140억원으로 적자 폭을 줄이지 못하였던 것이 실적 부진의 주요 요인이다.

금호 P&B의 증설 효과 수혜는 제한적

금호P&B의 주요 제품 증설이 작년부터 이어지고 있으나, 산업 내 공급 과잉으로 인해 증설 효과를 이룬 시일 내에 누리기는 어려울 전망이다. 오는 2분기 증설 완료 예정인 에폭시 수지(연산 4만 5천톤)는 주요 경쟁사들의 대규모 증설과 전방산업인 건설 업황 부진으로 제품 가격이 지속적으로 약세를 보이고 있다(그림 1). 작년 15만톤을 증설한 BPA 역시 다운스트림이 에폭시수지임을 감안할 때, 수요 위축은 당분간 불가피할 것으로 예상된다. 따라서 금호P&B의 영업이익의 흑자전환은 올해 연말 이후가 될 것으로 보인다.

합성고무 업황 회복은 점진적으로 진행될 전망

금호 P&B 사업부 실적 부진까지 겹쳐 동사의 실적 부진이 당초 예상보다 지연되고 있지만, 2분기부터는 합성고무 가격 회복에 힘입어 전사 실적의 점진적인 개선을 전망한다. 가격 상승 전망의 근거는, 1) 글로벌 타이어 업체 중심의 중국 내 타이어 생산 증설이 상반기에 대부분 마무리되어 추가적인 합성고무 수요가 발생하며, 2) 타이어의 원재료인 부타디엔과 합성고무 모두 Cash cost 이하 수준에 거래되고 있어 제조업체들의 가동률 조절로 추가적인 가격 하락은 어렵기 때문이다.

목표주가 120,000원으로 하향

예상보다 더딘 합성고무 업황 회복을 반영하여 합성고무/부타디엔 가격 전망을 각각 14%, 21% 하향한다. 더불어, 제품 공급과잉으로 인한 금호 P&B 영업적자 지속을 반영하여, 2014년 예상 EPS를 43% 하향한다. 목표주가도 기존 151,000원에서 120,000원으로 하향한다. 목표주가는 2014년 BPS에 동사가 업황 반등기때 받았던 2.2배를 적용해 산출하였다. 실적의 바닥에 근접한 것으로 판단되어, 주가의 추가 하락 리스크는 현 시점에서 제한적이다. 투자자의견 '매수'를 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	6,457	839	758	506	24,723	56.3	994	6.8	7.1	3.0	44.5
2012A	5,884	224	134	130	4,959	(79.9)	384	26.3	15.5	2.6	8.7
2013F	5,124	148	42	39	1,394	(71.9)	321	68.3	15.4	1.9	2.6
2014F	5,379	285	228	167	6,072	335.5	414	14.3	11.4	1.6	10.5
2015F	6,462	453	379	281	10,239	68.6	582	8.5	8.2	1.4	15.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

홍보화 3276-6241
bohwa.hong@truefriend.com

[그림 1] 에폭시수지 가격 추이



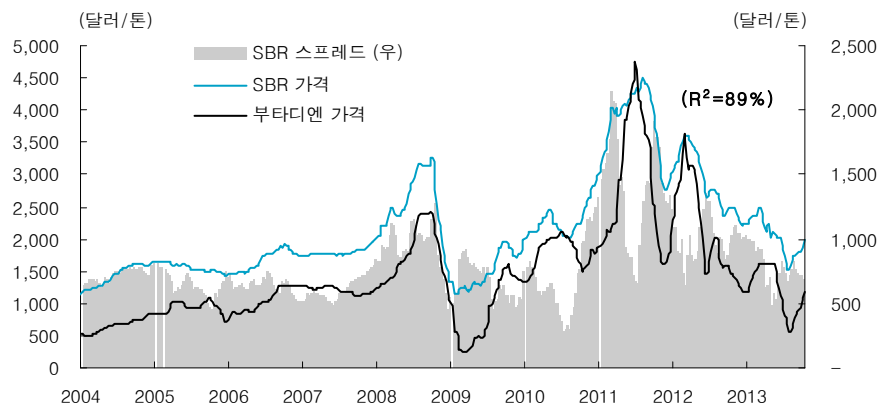
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 2] BPA 가격 추이



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 3] SBR-부타디엔 가격 추이



자료: ICIS, 씨스캠, 한국투자증권

〈표 1〉 BD, SBR 추정치 변경

(단위: 달러/톤)

	2013F				2014F			
	기존추정치	실제값	변화량	% 변화	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화
BD 가격	1,512	1,495	(17)	-1%	2,215	1,750	(465)	-21%
SBR 가격	2,096	2,024	(72)	-3%	2,791	2,403	(388)	-14%
BD-Naphtha	620	573	(47)	-8%	1,353	804	(549)	-41%
SBR-BD/SM	600	543	(57)	-9%	771	749	(22)	-3%

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 중국 내 타이어 생산 설비 증가

(단위: 천개)

China											
	Michelin	Bridgestone	Goodyear	Continental	Pirelli	Chengshin	Hankook	Kumho	Sumitomo	Yokohama	Total
2012	7,073	14,352	5,000	4,000	4,100	25,875	31,500	28,200	2,570	5,100	127,770
2013	7,698	14,352	5,000	6,000	4,100	25,875	33,000	28,200	4,570	5,100	133,895
2014	8,323	14,352	5,000	8,000	5,100	25,875	36,000	28,200	6,570	5,100	142,520
2015	8,948	14,352	5,000	10,000	10,000	25,875	39,000	28,200	8,570	5,100	155,045
%YoY											
2013	8.8	-	-	50.0	-	-	4.8	-	77.8	-	4.8
2014	8.1	-	-	33.3	24.4	-	9.1	-	43.8	-	6.4
2015	7.5	-	-	25.0	96.1	-	8.3	-	30.4	-	8.8
Global											
	Michelin	Bridgestone	Goodyear	Continental	Pirelli	Chengshin	Hankook	Kumho	Sumitomo	Yokohama	Total
2012	154,504	176,000	205,000	124,000	74,000	43,470	92,500	63,690	104,870	59,000	1,097,034
2013	156,247	180,013	207,000	126,000	76,000	46,000	98,500	63,690	106,870	63,000	1,123,320
2014	162,007	190,770	212,200	139,900	77,000	46,000	103,000	63,690	110,170	66,000	1,170,737
2015	162,007	199,105	212,400	142,700	81,900	46,000	111,500	63,690	117,438	68,000	1,204,740
%YoY											
2013	1.1	2.3	1.0	1.6	2.7	5.8	6.5	-	1.9	6.8	2.4
2014	3.7	6.0	2.5	11.0	1.3	-	4.6	-	3.1	4.8	4.2
2015	-	4.4	0.1	2.0	6.4	-	8.3	-	6.6	3.0	2.9

자료: 금호석유, 한국투자증권

〈표 3〉 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

	4Q13F				2014F			
	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화
매출액	1,545	1,132	(414)	-27%	7,330	5,379	(1,951)	-27%
합성고무/수지	1,158	777	(382)	-33%	5,898	4,010	(1,889)	-32%
페놀유도체	284	235	(49)	-17%	1,069	915	(154)	-14%
정밀화학 및 기타	134	151	17	13%	503	587	83	17%
영업이익	85	(4)	(89)	NM	522	285	(237)	-45%
영업이익률	5.5%	-0.4%			7.1%	5.3%		
세전이익	83	(30)	(113)	NM	395	228	(167)	-42%
세전이익률	5.3%	-2.7%			5.4%	4.2%		
지배주주 순이익	61	(27)	(88)	NM	293	167	(126)	-43%
순이익률	4.0%	-2.3%			4.0%	3.1%		

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 금호석유 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	1,417	1,383	1,215	1,132	1,171	1,299	1,412	1,497	5,884	5,124	5,379
합성고무/수지	1,012	1,014	851	777	817	958	1,068	1,166	4,327	3,653	4,010
페놀유도체 (금호피앤비)	300	271	244	235	236	229	231	220	1,124	1,050	915
정밀화학 및 기타	144	136	156	151	151	147	148	141	586	587	587
매출비중(%)											
합성고무/수지	71.4%	73.3%	70.1%	68.6%	69.8%	73.8%	75.7%	77.9%	73.5%	71.0%	74.5%
페놀유도체 (금호피앤비)	21.2%	19.6%	20.0%	20.8%	20.1%	17.6%	16.3%	14.7%	19.1%	20.4%	17.0%
정밀화학 및 기타	10.2%	9.9%	12.9%	13.3%	12.9%	11.3%	10.5%	9.4%	10.0%	11.4%	10.9%
영업이익	78	76	(2)	(4)	1	73	103	108	224	148	285
영업이익률(%)	5.5%	5.5%	-0.1%	-0.4%	0.1%	5.6%	7.3%	7.2%	3.8%	2.9%	5.3%
세전이익	48	29	(4)	(30)	(13)	62	93	86	134	42	228
세전이익률(%)	3.4%	2.1%	-0.3%	-2.7%	-1.1%	4.7%	6.6%	5.7%	2.3%	0.8%	4.2%
지배주주 순이익	34	26	6	(27)	(11)	46	69	64	130	39	167
순이익률(%)	2.4%	1.9%	0.5%	-2.3%	-1.0%	3.5%	4.9%	4.3%	2.2%	0.8%	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 금호폴리캠(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	1,464	1,448	1,895
현금성자산	505	246	220	143	172
매출채권및기타채권	921	638	615	645	840
재고자산	582	567	593	622	840
비유동자산	2,656	2,921	3,136	3,262	3,495
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	4,600	4,711	5,390
유동부채	2,713	1,438	1,642	1,645	2,093
매입채무및기타채무	721	512	671	688	1,043
단기차입금및단기사채	813	804	794	776	776
유동성장기부채	1,123	78	112	115	174
비유동부채	444	1,314	1,316	1,296	1,279
사채	100	558	559	551	543
장기차입금및금융부채	267	653	654	644	636
부채총계	3,157	2,752	2,958	2,942	3,373
지배주주지분	1,448	1,548	1,536	1,659	1,902
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	265	265	265	265
자본조정	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,047	1,113	1,109	1,232	1,475
비지배주주지분	109	111	107	110	116
자본총계	1,557	1,658	1,642	1,769	2,018

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	668	245	300	267	374
당기순이익	544	126	35	171	287
유형자산감가상각비	146	153	165	123	123
무형자산상각비	9	7	8	6	6
자산부채변동	(197)	(64)	157	(43)	(58)
기타	166	23	(65)	10	16
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)	(36)	(84)	(60)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	(51)	(76)	4	(36)	(16)
배당금지급	(23)	(56)	(39)	(48)	(44)
기타	0	0	(1)	0	0
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	354	(259)	(25)	(77)	28

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	5,124	5,379	6,462
매출원가	5,410	5,481	4,793	4,914	5,793
매출총이익	1,047	403	331	465	669
판매관리비	208	179	183	180	216
영업이익	839	224	148	285	453
금융수익	62	75	51	53	64
이자수익	9	14	5	5	6
금융비용	218	139	129	131	157
이자비용	140	101	73	76	92
기타영업외손익	3	(93)	(71)	(23)	(16)
관계기업관련손익	73	67	44	43	34
세전계속사업이익	758	134	42	228	379
법인세비용	215	8	7	57	92
연결당기순이익	544	126	35	171	287
지배주주지분순이익	506	130	39	167	281
기타포괄이익	(73)	31	0	0	0
총포괄이익	470	157	35	171	287
지배주주지분포괄이익	434	156	39	167	281
EBITDA	994	384	321	414	582

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	24,723	4,959	1,394	6,072	10,239
BPS	56,208	50,797	50,406	54,443	62,430
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	30.3	(8.9)	(12.9)	5.0	20.2
영업이익증가율	49.7	(73.3)	(34.0)	92.6	59.2
순이익증가율	60.0	(74.4)	(69.6)	324.8	68.1
EPS증가율	56.3	(79.9)	(71.9)	335.5	68.6
EBITDA증가율	40.0	(61.4)	(16.4)	28.9	40.7
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	2.9	5.3	7.0
순이익률	7.8	2.2	0.8	3.1	4.4
EBITDA Margin	15.4	6.5	6.3	7.7	9.0
ROA	12.3	2.8	0.8	3.7	5.7
ROE	44.5	8.7	2.6	10.5	15.8
배당수익률	1.2	1.5	2.1	2.3	2.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,764	1,826	1,881	1,925	1,940
차입금/자본총계비율(%)	147.8	126.2	129.0	117.9	105.5
Valuation(X)					
PER	6.8	26.3	68.3	14.3	8.5
PBR	3.0	2.6	1.9	1.6	1.4
PSR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	15.5	15.4	11.4	8.2

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 1월 29일 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.