

금호석유화학(011780.KS)

1Q14 전망: 빠른 이익 개선은 어려우나, 중장기 관점에서 매수 전략 유효



화학에너지 담당 박진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

시장 Consensus 대비

Above	In-line	Below
		O

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 110,000원
현재주가(02/05) 88,000원

Key Data (기준일: 2014. 02. 05)	
KOSPI(pt)	1,891.3
KOSDAQ(pt)	505.6
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,681.2
52주 최고/최저(원)	123,500 / 77,000
52주 일간 Beta	1.18
발행주식수(천주)	30,468
평균거래량(3M, 천주)	171
평균거래대금(3M, 백만원)	16,576
배당수익률(13F, %)	1.7
외국인 지분율(%)	9.4
주요주주 지분율(%)	
박철환외 6인	24.2
한국산업은행	14.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-14.6	-7.8	-26.7
KOSPI대비상대수익률	-1.0	-8.5	-6.5	-24.2

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산일(12월) (단위: 십억원)	4Q13P			1Q14F			2012	2013P			2014F		
	실적발표	예상치	차이 (%, %p)	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	예상치	yoy (%, %p)	yoy (%, %p)
매출액	1,139.6	1,112.2	2.5	1,222.6	7.3	-13.7	5,883.7	5,132.1	-12.8	5,361.3	4.5	4.5	4.5
영업이익	-17.7	-25.1	적지	13.5	흑전	-82.6	223.8	134.2	-40.0	238.1	77.4	77.4	77.4
세전이익	-144.8	-82.2	적지	6.7	흑전	-86.1	133.7	-72.0	적전	215.7	흑전	흑전	흑전
순이익	-84.2	-64.1	적지	5.3	흑전	-84.4	126.1	-21.7	적전	170.4	흑전	흑전	흑전
OP Margin	-1.6	-2.3	0.7	1.1	2.7	-4.4	3.8	2.6	-1.2	4.4	1.8	1.8	1.8
NP Margin	-7.4	-5.8	-1.6	0.4	7.8	-2.0	2.1	-0.4	-2.6	3.2	3.6	3.6	3.6
EPS(원)	-9,304	-7,424	적지	544	흑전	-87.9	4,252	-7	적전	4,394	흑전	흑전	흑전
BPS(원)	43,310	43,912	-1.4	41,967	-3.1	-5.9	45,364	43,310	-4.5	46,908	8.3	8.3	8.3
ROE(%)	-21.5	-16.9	-4.6	1.3	22.8	-8.8	8.4	-1.4	-9.9	11.1	12.5	12.5	12.5
PER(X)	na	na	-	161.8	-	-	30.7	na	-	20.0	-	-	-
PBR(X)	2.0	2.0	-	2.1	-	-	2.9	2.0	-	1.9	-	-	-

자료: 금호석유, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

■ 4Q13 review: 부진한 영업이익, 더 부진한 순이익 기록

- 4분기 매출액은 1조 1,396억원(-4.4% qoq, -8.5% yoy), 영업이익은 전분기대비 적자 지속, 전년대비로는 적자 전환한 -177억원으로 부진한 실적을 기록하였음. 특히, 세전이익은 -1,448억원으로 시장 예상치를 크게 하회하는 실적을 기록하였음
- 영업이익은 1) 합성고무 시장 부진에 따른 가동률 조절, 2) 전분기대비 합성고무 판매량 15% 감소, 3) 동사의 가동평균 스프레드가 전분기대비 15% 하락함에 따라 합성고무부문이 적자 전환하였음. 또한, 연결 자회사인 금호피앤비는 폐놀 계열 시장 부진이 이어지며 전분기에 이어 적자가 이어졌음
- 영업외손실 또한 크게 반영되었는데, 고무첨가제를 생산하는 중경 합작 법인에 대해 700억 원 수준의 충당금을 반영함에 따라 부진한 세전이익을 기록하였음

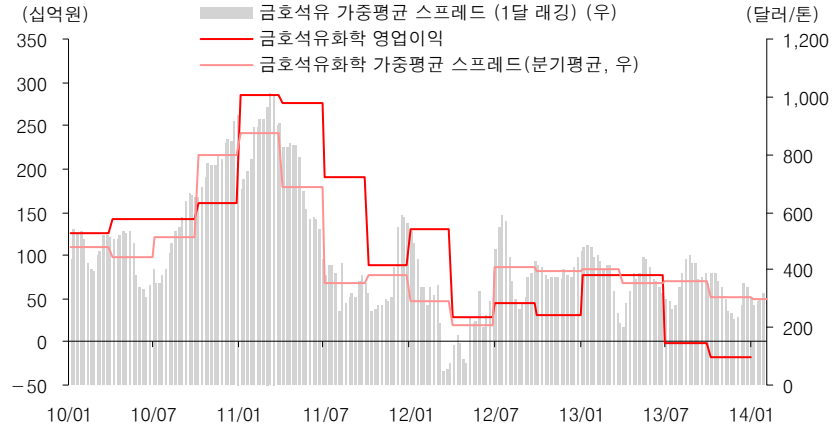
■ 1Q14 전망: 합성고무 가격과 판매량 모두 큰 변동 없어 1분기 이익 개선은 제한적일 전망

- 1분기 영업이익은 전분기대비 흑자전환한 135억원을 기록할 것으로 예상
- 합성고무부문이 전분기 대비로는 개선되나, 1분기까지는 제품 가격 상승이 본격적으로 확인되기 어려워 합성고무는 BEP 수준의 실적을 기록할 것으로 예상됨. 금호피앤비는 판매물량 증가를 통해 점차 적자폭을 축소할 것으로 예상되나, 전방 수요 개선이 빠르지 않아 상반기까지는 적자세가 유지될 전망

■ 이익 개선 확인은 2분기부터 가능할 것으로 예상되나, 중장기 관점에서의 매수 전략 유효

- 고무 시장 부진에 따른 우려로 동사 주가는 약세를 보이고 있는데, 전방수요 부진에 따라 1분기는 이익 개선폭이 제한적일 것으로 예상함. 다만, 타이어 수요 회복에 따라 동사 합성고무 가동률은 2분기부터 상승할 것으로 예상되어 2분기부터 실적 개선을 보일 전망
- 전일 실적 발표와 함께 동사는 영업 전망공시를 통해 개별기준 매출액 4,8조원, 영업이익 3,200억원을 공시하였음. 회복의 정도는 중국 춘절 이후의 전방 수요 동향 확인이 필요하나, 2013년 최악의 실적 대비로 영업이익과 순이익 모두 개선세가 예상되어 중장기 관점에서 매수 전략 유효함. 투자 의견 BUY, 목표주가 11만원을 유지함

도표 1 금호석유 가중평균 스프레드



자료: 시스캠닷컴, ICIS, 유진투자증권

도표 2 금호석유화학 4분기 review

(십억원, %, %p)	4Q13P	당사예상치	차이	Consensus	차이	3Q13	4Q12	QoQ	YoY	1Q14F	QoQ
매출액	1,139.6	1,112.2	2.5	1,160.6	-1.8	1,192.1	1,245.4	-4.4	-8.5	1,222.6	7.3
영업이익	-17.7	-25.1	적지	-3.9	적지	-1.5	30.6	적지	적전	13.5	흑전
순이익	-84.2	-64.1	적지	-20.5	적지	2.6	-27.3	적전	적지	5.3	흑전
영업이익률	-1.6	-2.3	0.7	-0.3	-1.2	-0.1	2.5	-1.4	-4.0	1.1	2.7
순이익률	-7.4	-5.8	-1.6	-1.8	-5.6	0.2	-2.2	-7.6	-5.2	0.4	7.8

자료: 금호석유화학, 유진투자증권

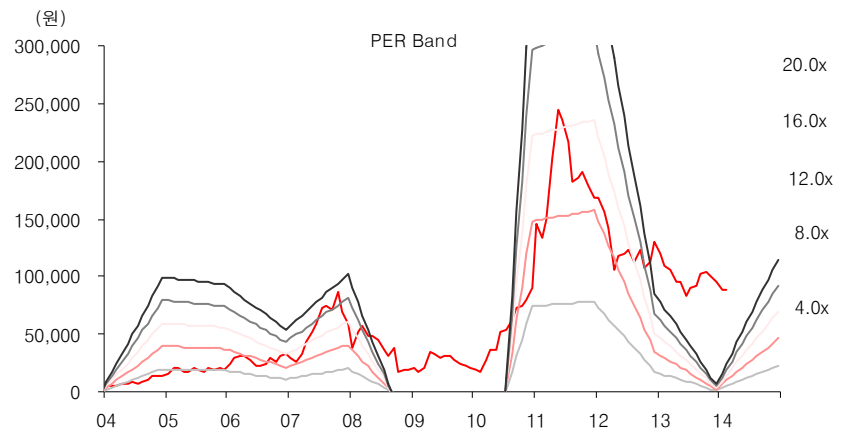
도표 3 금호석유화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013P	2014F
합성고무											
매출액	680.0	654.0	510.7	450.1	540.9	623.6	697.8	719.4	3,037.7	2,294.8	2,581.7
영업이익	30.6	45.8	0.0	-15.6	0.0	43.8	62.1	38.3	101.1	60.8	144.2
영업이익률	4.5	7.0	0.0	-3.5	0.0	7.0	8.9	5.3	3.3	2.7	5.6
합성수지											
매출액	330.0	359.7	340.4	316.4	348.7	348.7	348.7	348.7	1,288.9	1,346.5	1,394.9
영업이익	9.6	6.8	3.4	0.0	7.0	7.0	10.5	3.5	26.1	19.8	27.9
영업이익률	2.9	1.9	1.0	0.0	2.0	2.0	3.0	1.0	2.0	1.5	2.0
에너지											
매출액	43.0	29.1	43.9	42.5	42.9	37.1	40.6	42.2	167.0	158.5	162.8
영업이익	21.2	11.9	20.6	20.4	20.5	18.2	19.1	18.6	76.6	74.1	76.3
영업이익률	49.2	41.0	47.0	48.0	47.7	49.0	47.0	44.0	45.9	46.8	46.9
페놀유도체											
매출액	280.0	253.9	204.9	223.4	205.6	212.1	232.6	232.6	1,050.6	962.2	883.0
영업이익	8.4	5.1	-25.5	-22.3	-16.5	-12.7	5.2	5.2	20.1	-34.4	-18.7
영업이익률	3.0	2.0	-12.5	-10.0	-8.0	-6.0	2.2	2.2	1.9	-3.6	-2.1
합계											
매출액	1,417.0	1,383.5	1,192.1	1,139.6	1,222.6	1,306.6	1,404.5	1,427.6	5,883.5	5,132.2	5,361.3
영업이익	77.9	75.6	-1.5	-17.7	13.5	58.8	99.4	66.4	231.4	134.3	238.1
영업이익률	5.5	5.5	-0.1	-1.6	1.1	4.5	7.1	4.7	3.9	2.6	4.4

자료: 금호석유, 유진투자증권

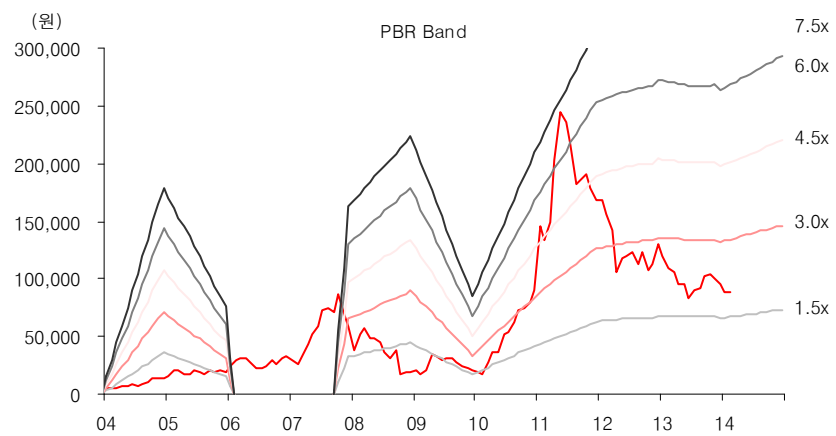


도표 4 금호석유 PER 밴드



자료: 유진투자증권

도표 5 금호석유 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

금호석유(011780.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	4,714.2	4,410.7	4,406.4	4,665.4	5,063.2
유동자산	2,058.1	1,490.1	1,361.0	1,443.8	1,727.4
현금성자산	538.2	267.6	138.2	(83.3)	(96.9)
매출채권	919.9	636.1	673.0	843.1	1,009.1
재고자산	581.6	567.3	530.5	664.6	795.5
비유동자산	2,656.1	2,920.6	3,045.4	3,221.6	3,335.8
투자자산	698.5	762.7	755.6	786.2	818.2
유형자산	1,922.4	2,129.6	2,259.7	2,405.7	2,488.4
기타	35.2	28.4	30.1	29.6	29.2
부채총계	3,157.2	2,752.4	2,815.3	2,954.3	3,090.3
유동부채	2,713.2	1,438.5	1,347.0	1,481.6	1,613.1
매입채무	661.3	469.5	529.2	663.0	793.6
유동성이자부채	1,935.5	881.9	729.8	729.8	729.8
기타	116.4	87.1	88.0	88.9	89.8
비유동부채	444.0	1,313.9	1,468.2	1,472.6	1,477.2
비유동이자부채	366.5	1,211.3	1,358.3	1,358.3	1,358.3
기타	77.4	102.6	109.9	114.3	118.8
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,591.1	1,711.2	1,972.9
자배자본	1,447.7	1,547.7	1,480.6	1,600.6	1,862.4
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	265.3	265.3	265.3	265.3	265.3
이익잉여금	1,046.9	1,113.2	1,043.6	1,163.6	1,425.4
기타	(31.9)	1.7	4.2	4.2	4.2
비자배자본	109.4	110.7	110.5	110.5	110.5
자본총계	1,557.1	1,658.4	1,591.1	1,711.2	1,972.9
총차입금	2,302.0	2,093.2	2,088.1	2,088.1	2,088.1
순차입금	1,763.7	1,825.7	1,949.9	2,171.4	2,185.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	668.4	245.5	222.8	157.8	308.2
당기순이익	543.8	126.1	(21.7)	170.4	328.9
자산상각비	154.5	159.9	174.9	191.8	200.4
기타비현금성손익	(53.0)	8.3	78.8	(34.6)	(55.4)
운전자본증감	(197.1)	(64.3)	54.6	(169.7)	(165.7)
매출채권감소(증가)	(110.3)	179.0	(46.9)	(170.1)	(166.0)
재고자산감소(증가)	(130.3)	12.5	37.0	(134.1)	(130.9)
매입채무증감(감소)	108.1	(212.8)	58.6	133.8	130.6
기타	(64.6)	(43.0)	5.9	0.7	0.7
투자현금	(244.9)	(373.8)	(298.0)	(329.7)	(255.4)
단기투자자산감소	5.1	0.2	2.8	(0.7)	(0.8)
장기투자증권감소	51.9	3.3	(1.7)	11.1	30.9
설비투자	(291.1)	(368.8)	(305.9)	(330.0)	(275.4)
유형자산처분	0.3	0.4	4.3	0.0	0.0
무형자산처분	(4.0)	(2.8)	(4.2)	(7.3)	(7.3)
재무현금	(69.0)	(131.9)	(50.9)	(50.4)	(67.1)
차입금증가	(51.3)	(75.9)	3.9	0.0	0.0
자본증가	(23.0)	(55.9)	(55.9)	(50.4)	(67.1)
배당금지급	23.0	55.9	55.9	50.4	67.1
현금 증감	354.3	(258.8)	(126.4)	(222.3)	(14.4)
기초현금	150.8	505.1	246.2	119.9	(102.4)
기말현금	505.1	246.2	119.9	(102.4)	(116.8)
Gross Cash flow	1,057.3	406.0	232.0	327.6	473.8
Gross Investment	447.1	438.3	246.3	498.7	420.3
Free Cash Flow	610.2	(32.3)	(14.3)	(171.2)	53.5

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457.4	5,883.7	5,132.1	5,361.3	6,885.2
증가율(%)	30.3	(8.9)	(12.8)	4.5	28.4
매출원가	5,410.3	5,480.6	4,813.8	4,943.8	6,241.3
매출총이익	1,047.0	403.1	318.2	417.5	643.9
판매 및 일반관리비	208.0	179.3	184.0	179.4	228.8
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	839.0	223.8	134.2	238.1	415.1
증가율(%)	46.9	(73.3)	(40.0)	77.4	74.3
EBITDA	993.6	383.7	309.1	429.9	615.5
증가율(%)	37.9	(61.4)	(19.5)	39.1	43.2
영업외손익	(80.7)	(90.1)	(206.2)	(22.4)	1.2
이자수익	14.1	13.7	5.3	8.2	10.6
이자비용	140.2	101.5	73.0	66.8	66.8
자본법손익	72.8	67.0	38.3	39.0	60.0
기타영업외손익	(27.4)	(69.3)	(176.9)	(2.8)	(2.6)
세전순이익	758.4	133.7	(72.0)	215.7	416.3
증가율(%)	56.9	(82.4)	적전	흑전	93.0
법인세비용	214.6	7.6	(50.3)	45.3	87.4
당기순이익	543.8	126.1	(21.7)	170.4	328.9
증가율(%)	57.2	(76.8)	적전	흑전	93.0
지배주주지분	505.6	129.6	(0.2)	133.9	258.4
증가율(%)	60.0	(74.4)	적전	흑전	93.0
비지배지분	38.1	(3.5)	(21.5)	36.5	70.5
EPS	19,631	4,252	(7)	4,394	8,480
증가율(%)	57.9	(78.3)	적전	흑전	93.0
수정EPS	19,631	4,252	(161)	4,191	8,276
증가율(%)	57.9	(78.3)	적전	흑전	97.5

주요투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	19,631	4,252	(161)	4,191	8,276
BPS	42,176	45,364	43,310	46,908	54,734
DPS	2,000	2,000	1,500	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	8.5	30.7	n/a	20.0	10.4
PBR	4.0	2.9	2.0	1.9	1.6
EV/ EBITDA	7.1	15.6	15.7	11.8	8.3
배당수익률	1.2	1.5	1.7	2.3	2.3
PCR	4.6	10.8	12.7	9.0	6.2
수익성(%)					
영업이익률	13.0	3.8	2.6	4.4	6.0
EBITDA이익률	15.4	6.5	6.0	8.0	8.9
순이익률	8.4	2.1	(0.4)	3.2	4.8
ROE	47.8	8.4	(1.4)	11.1	19.0
ROIC	23.3	7.8	3.5	6.2	10.0
안정성 (%)					
순차입금/자기자본	113.3	110.1	122.5	126.9	110.8
유동비율	75.9	103.6	101.0	97.4	107.1
이자보상배율	6.7	2.5	2.0	4.1	7.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.5	1.3	1.2	1.2	1.4
매출채권회전율	7.8	7.6	7.8	7.1	7.4
재고자산회전율	12.5	10.2	9.3	9.0	9.4
매입채무회전율	10.9	10.4	10.3	9.0	9.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

