

Company Update



이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

■ AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	145,000원 (8.3%)		
현재주가	127,500원		
Bloomberg code	011780 KS		
시가총액	3.7조원		
Shares (float)	30,467,691주 (43.9%)		
52주 최저/최고	104,500원/253,000원		
60일-평균거래대금	377.3억원		
One-year performance	1M	6M	12M
금호석유 (%)	+2.6	-28.4	-48.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	+2.3	-29.9	-37.4

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	145,000	130,000	+11.5%
2012E EPS	10,502	11,972	-12.3%
2013E EPS	14,974	15,342	-2.4%
2014E EPS	17,616	18,122	-2.8%

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	25
Target price vs I/B/E/S mean	-20.0%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-26.1%
Estimates up/down (4 weeks)	2/2
I/B/E/S recommendation	HOLD

금호석유 (011780)

2Q bottom-out 예상되나, 개선 속도는 제한적

WHAT'S THE STORY?

Event: 원재료 투입단가 상승과 가동률 하락으로 2분기 영업이익 475억 예상.

Impact: 3분기에는 원재료 투입단가가 정상화되고, 매크로 이슈가 진정되며 시황 역시 소폭 개선 기대. 그러나, 합성고무 수요가 하반기에도 위축될 것으로 예상함에 따라 업황 회복의 폭은 제한적일 것으로 전망.

Action: 내년의 업황 회복 기대감을 반영하여 목표주가 145,000원으로 상향 조정하나 HOLD투자의견 유지.

THE QUICK VIEW

2분기 영업이익 악화: 동사의 2분기 영업이익은 전분기대비 63.3% 감소한 475억원을 기록한 것으로 추정. 실적 하락의 주된 원인은 합성고무의 이익률 감소. 5월 이후 부타디엔 가격의 급락한 반면, 2분기 정기보수를 준비하며 동사가 기매입한 부타디엔 투입단가가 높았으며, 합성고무의 업황 부진으로 합성고무 가격도 하락하고 가동률도 80% 수준으로 조정하였기 때문. 재고효과 정도에 따라 2분기 추정치에서 이익의 추가 다운사이드 존재. 합성수지 역시 성수기임에도 불구하고, ABS 수요의 부진이 계속 되며 이익률이 악화됨.

3분기 이익 회복의 폭은 제한적: 8월부터는 부타디엔 투입 단가가 하락하면서, 3분기 수익성이 2분기 대비 개선될 것으로 예상. 또한 6월 말부터 회복하기 시작한 부타디엔 가격이 3분기에도 상승한다면, 합성고무 가격도 소폭 회복할 가능성은 충분. 그러나 여전히 타이어 업체들의 재고 수준이 높고, 합성고무 수요가 위축된 상황에서 합성고무의 가격이나 공장 가동률 회복의 폭은 제한적일 것으로 전망하며, 3분기 이익 회복 역시 시장의 기대를 상회하긴 힘들 것으로 예상.

경기 회복 기대감을 이익 추정에 반영했지만...: 동사를 둘러싼 경영 상황은 최악은 벗어나는 모습임. 내부적으로는 2분기를 기점으로 하반기 영업이익의 개선되고, 하반기에 SSBR과 SBR 증설도 계획되어 있음. 또한 불안했던 선진시장의 매크로 이슈가 진정되고, 중국 수요 회복의 기대감도 커지는 상황. 이에 따라 업황의 회복을 적극 반영하여 하반기 이익 회복을 매우 긍정적으로 전망. 2012년 하반기 이익은 2,433억원으로 상반기 1,768억원에 비해 37.6% 상승하며 내년 1분기는 올해 2분기대비 3.2배 성장하여 약 1,500억원의 영업이익을 가정함.

주가는 기대감을 기반명: 목표주가 역시 회복이 반영되는 1년 Forward EPS 13,409원에 Target P/E 11배를 적용하여 145,000원으로 상향 조정함. 그럼에도 불구하고 현재 주가에서 Upside는 8.3%에 불과하여 밸류에이션 매력은 높지 않음. 기대감의 수준에 따라 등락이 반복될 수 있으나, 현 시점에서 실적 개선의 속도는 제한적.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	6,457.4	6,276.1	7,205.1	7,850.8
순이익 (십억원)	543.8	340.7	485.8	571.6
EPS (adj) (원)	18,124	10,502	14,974	17,616
EPS (adj) growth (%)	7.3	(42.1)	42.6	17.6
EBITDA margin (%)	16.2	7.9	9.5	10.0
ROE (%)	41.4	20.5	24.9	24.3
P/E (adj) (배)	6.4	12.1	8.5	7.2
P/B (배)	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA (배)	5.3	10.6	7.9	6.9
Dividend yield (%)	1.7	1.7	1.7	1.7

자료: 삼성증권 추정

2분기 실적 전망

(십억원)	2Q12E	1Q12	2Q11	q-q	y-y
매출액	1,382.0	1,622.6	1,707.7	(14.8)	(19.1)
영업이익	47.5	129.3	276.1	(63.3)	(82.8)
세전이익	50.5	132.3	273.7	(61.8)	(81.6)
순이익	39.4	103.2	190.5	(61.8)	(79.3)
이익률 (%)					
영업이익	3.4	8.0	16.2		
세전이익	3.7	8.2	16.0		
순이익	2.8	6.4	11.2		

자료: 삼성증권 추정

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	6,597	7,027	6,276	7,205	(4.9)	2.5
영업이익	473	606	420	600	(11.3)	(0.9)
세전이익	500	640	437	623	(12.6)	(2.7)
순이익	388	498	341	486	(12.3)	(2.4)

자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정

(원)	2012E-13E
EPS	13,409
Target P/E (배)	11
적정 가치	147,495
목표주가	145,000
현 주가	127,500
상승 여력 (%)	8.3

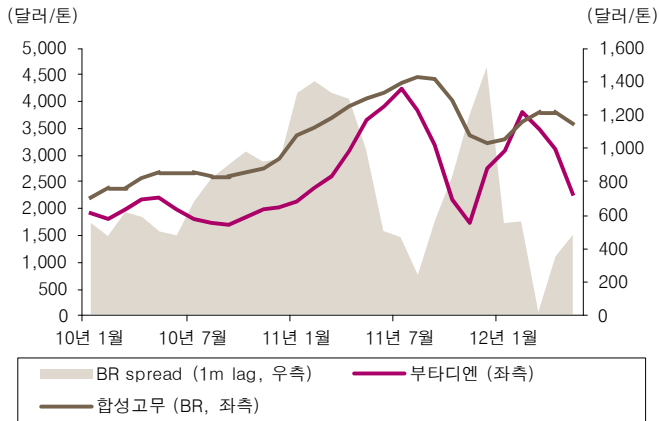
자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 전망

(십억원)	1Q12	2Q12E	3Q12E	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액	1,622.6	1,382.0	1,514.9	1,756.6	1,728.7	1,730.3	1,748.3	1,997.8	6,457.4	6,276.1	7,205.1
영업이익	129.3	47.5	129.1	114.2	150.9	141.5	153.5	154.3	842.2	420.1	600.1
세전이익	132.3	50.5	135.0	119.1	156.6	147.2	159.1	160.0	758.4	436.8	622.9
순이익	103.2	39.4	105.3	92.9	122.1	114.8	124.1	124.8	543.8	340.7	485.8
이익률 (%)											
영업이익	8.0	3.4	8.5	6.5	8.7	8.2	8.8	7.7	13.0	6.7	8.3
세전이익	8.2	3.7	8.9	6.8	9.1	8.5	9.1	8.0	11.7	7.0	8.6
순이익	6.4	2.8	7.0	5.3	7.1	6.6	7.1	6.2	8.4	5.4	6.7

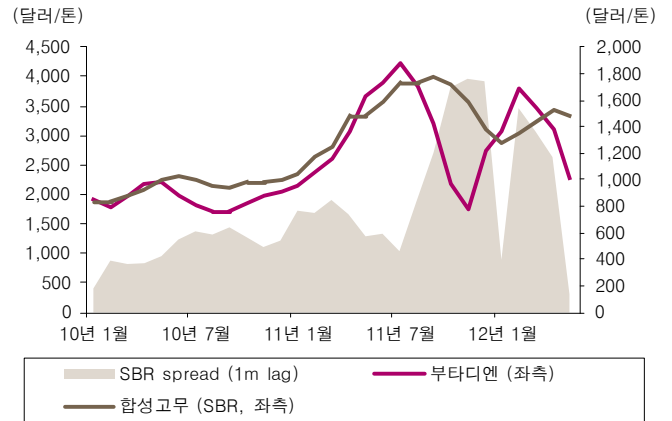
자료: 삼성증권 추정

BR spread



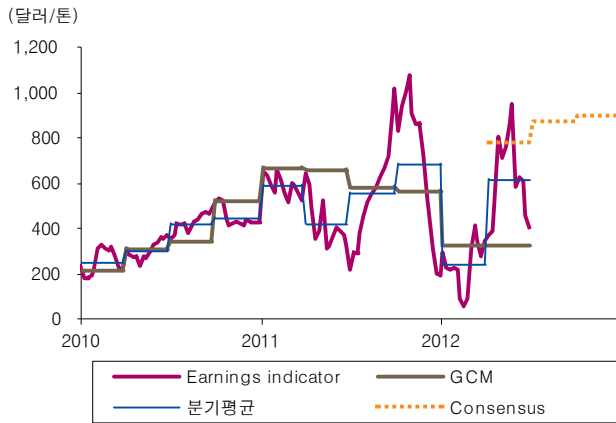
자료: KITA, Platts, 삼성증권

SBR spread



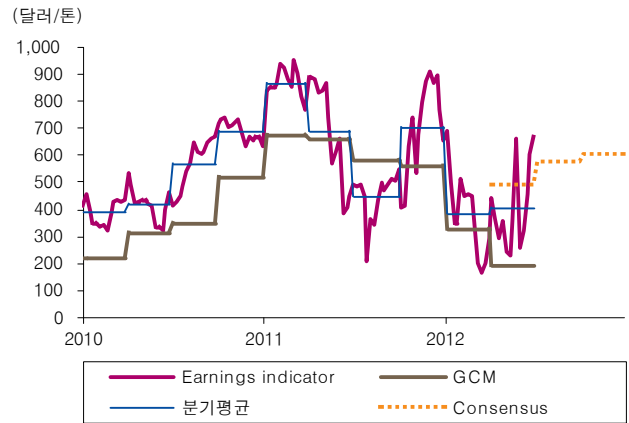
자료: KITA, Platts, 삼성증권

금호석유: Earnings indicator (0m lag)



자료: KITA, Platts, 삼성증권

금호석유: Earnings indicator (1m lag)



자료: KITA, Platts, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	5,719	6,457	6,276	7,205	7,851
매출원가	4,747	5,410	5,692	6,423	6,981
매출총이익	971	1,047	584	782	870
(매출총이익률, %)	17.0	16.2	9.3	10.8	11.1
판매 및 일반관리비	317	208	199	228	248
영업이익	665	842	420	600	700
(영업이익률, %)	11.6	13.0	6.7	8.3	8.9
순금융이익	(134)	(131)	(51)	(52)	(48)
순외환이익	1	0	0	0	0
순지분법이익	141	0	74	85	87
기타	49	48	(6)	(10)	(6)
세전이익	722	758	437	623	733
법인세	174	215	96	137	161
(법인세율, %)	24.1	28.3	22.0	22.0	22.0
순이익	537	544	341	486	572
(순이익률, %)	9.4	8.4	5.4	6.7	7.3
영업순이익*	341	506	218	365	488
(영업순이익률, %)	6.0	7.8	3.5	5.1	6.2
EBITDA	1,035	1,044	494	681	786
(EBITDA 이익률, %)	18.1	16.2	7.9	9.5	10.0
EPS (원)	20,612	18,124	10,502	14,974	17,616
수정 EPS (원)**	16,886	18,124	10,502	14,974	17,616
주당배당금 (보통, 원)	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주당배당금 (우선, 원)	1,050	2,050	2,050	2,050	2,050
배당성향 (%)	4.9	11.1	19.1	13.4	11.4

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	560	670	458	255	397
순이익	537	544	341	486	572
유·무형자산 상각비	179	155	6	6	6
순외환관련손실 (이익)	2	4	(6)	(26)	(58)
지분법평가손실 (이익)	(4)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	547	1,057	302	436	465
순운전자본감소 (증가)	13	(196)	128	(146)	(95)
기타	117	(95)	0	0	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(169)	(246)	(107)	(201)	(240)
설비투자	(274)	(291)	(217)	(370)	(360)
Free cash flow	286	379	240	(115)	37
투자자산의 감소(증가)	114	45	93	147	74
(배당금***)	(169)	(246)	(107)	(201)	(240)
기타	(9)	0	17	22	46
재무활동에서의 현금흐름	(312)	(69)	(523)	(37)	(46)
차입금의 증가(감소)	(229)	(51)	223	739	733
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(13)	(23)	(56)	(56)	(56)
기타	(70)	5	(690)	(720)	(723)
현금증감	(20)	354	(172)	18	111
기초현금	228	151	505	333	351
기말현금	208	505	333	351	462

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 완전 회석, 일회성 항목 제외
 *** 지분법증권으로부터의 배당
 자료: 금호석유, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,435	2,058	1,850	2,093	2,359
현금 및 현금등가물	208	505	333	351	462
매출채권	594	887	738	901	981
재고자산	517	582	697	758	826
기타	117	84	81	82	90
비유동자산	2,960	2,656	2,765	2,985	3,270
투자자산	625	683	589	442	369
(지분법증권)	57	270	270	270	270
유형자산	2,142	1,922	2,140	2,510	2,870
무형자산	51	35	33	32	30
기타	141	16	3	1	1
자산총계	4,395	4,714	4,615	5,077	5,629
유동부채	2,206	2,713	2,331	2,385	2,443
매입채무	427	428	523	600	654
단기차입금	526	788	803	922	1,005
기타 유동부채	1,252	1,498	1,005	862	784
비유동부채	1,121	444	514	564	614
사채 및 장기차입금	1,024	365	435	485	535
기타 장기부채	97	79	79	79	79
부채총계	3,327	3,157	2,845	2,949	3,057
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	90	265	265	265	265
이익잉여금	447	1,047	1,284	1,646	2,081
기타	170	(32)	(104)	(175)	(247)
자본총계	1,069	1,557	1,770	2,128	2,572
순부채	2,187	1,743	1,509	1,626	1,645
주당장부가치 (원)	34,894	50,631	56,626	67,082	80,170

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	(17.1)	12.9	(2.8)	14.8	9.0
영업이익	502.1	26.7	(50.1)	42.8	16.6
세전이익	흑전	5.1	(42.4)	42.6	17.6
순이익	흑전	1.3	(37.3)	42.6	17.6
영업순이익*	흑전	48.5	(57.0)	67.8	33.7
EBITDA	458.1	19.7	(45.7)	42.8	16.6
수정 EPS**	흑전	0	(47.0)	68	34
비율 및 회전					
ROE (%)	61.6	41.4	20.5	24.9	24.3
ROA (%)	8.1	11.9	7.3	10.0	10.7
ROIC (%)	15.5	18.3	10.0	12.5	12.9
순부채비율 (%)	204.6	112.0	85.2	76.4	64.0
이자보상배율 (배)	6.0	6.3	8.0	11.2	13.6
매출채권 회수기간 (일)	54.8	41.9	47.3	41.5	43.7
매입채무 결제기간 (일)	44.2	24.2	27.7	28.5	29.2
재고자산 보유기간 (일)	47.7	31.0	37.2	36.9	36.8
Valuations (배)					
P/E	2.6	6.4	12.1	8.5	7.2
P/B	1.4	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	3.4	5.3	10.6	7.9	6.9
EV/EBIT	4.1	6.2	10.8	8.0	6.9
배당수익률 (보통, %)	0.8	1.7	1.7	1.7	1.7