

# Company Update



김승우, CFA  
Analyst  
swkim77@samsung.com  
02 2020 7844

최지호  
Research Associate  
geehee.choi@samsung.com  
02 2020 7809

## ■ AT A GLANCE

**SELL** **HOLD** BUY

목표주가	140,000원(5.3%)		
현재주가	133,000원		
Bloomberg code	011780 KS		
시가총액	4.1조원		
Shares (float)	30,467,691주 (43.7%)		
52주 최저/최고	96,800원/181,500원		
60일-평균거래대금	220.6억원		
One-year performance	1M	6M	12M
금호석유 (%)	+22.0	+11.5	-22.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	+17.6	+1.8	-31.7

## ■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	140,000	130,000	7.7%
2012E EPS	7,092	7,204	-1.6%
2013E EPS	11,669	13,035	-10.5%
2014E EPS	14,482	15,584	-7.1%

## ■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	26
Target price vs I/B/E/S mean	-12.0%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-14.0%
Estimates up/down (4 weeks)	1/5
I/B/E/S recommendation	BUY(2.0)

# 금호석유 (011780)

## 4Q Preview: 전 사업 부문, 최악의 상황 지나는 중

### WHAT'S THE STORY?

**Event:** 합성고무 가격의 지속적 하락과 페놀/아세톤 계열 악화로 컨센서스 27.1% 하회할 것.

**Impact:** 1분기 합성고무 가격 반등의 실마리는 BD 가격에 있음. 중국 춘절 전후로 점진적 반등 전망. 현재 방향족 제품 강세는 동사의 합성수지 및 금호피엔비 실적 악화의 주요 원인. 이를 반영하여 2013년 EPS를 10.5% 하향 조정.

**Action:** 목표주가 140,000원으로 상향, 하지만 HOLD 투자의견 유지.

### THE QUICK VIEW

**합성고무 가격의 지속적 하락, 페놀/아세톤 계열 악화로 컨센서스 하회 전망:** 4분기 매출액과 영업이익이 전 분기 대비 각각 15.3%, 7.4% 감소한 1조2,132억원, 418억원으로 컨센서스를 27.1% 하회할 것으로 전망. 이는 합성고무 부문의 영업이익이 전 분기 대비 증가한 데 반해 합성수지 부문과 금호피엔비의 실적이 저조할 것으로 예상되기 때문. 합성고무 부문의 경우 고가의 BD가 원가로 반영되는 부분이 3분기 대비 거의 대부분 사라졌고 SBR 11만톤 설비가 신규 가동되면서 합성고무 판매량이 소폭 증가한 것으로 알려짐. 하지만 지난 4분기 내내 합성고무 가격 하락이 진행되었고 아직까지 반등이 나타나고 있지 않은 점이 이익 증가세를 제한.

**합성고무 가격, 1분기 중으로 점진적 반등 전망:** 지난 4분기 동안 제품 가격 자체가 전혀 반등도 하지 못한 석유화학 제품으로는 합성고무가 거의 유일. 이는 주요 원재료인 BD 가격이 지난 4분기 급격하게 하락하면서 합성고무의 가격에도 여전히 하방 압력으로 작용하고 있기 때문. 아직까지 BD 가격은 트레이더들의 투기 거래의 영향이 미미하기 때문에 중국 춘절 전후로 반등 가능성은 충분. BD가 동사에게는 주요 원재료이긴 하지만 BD 가격 반등이 동사 이익 상승 모멘텀으로 작용할 것.

**방향족 제품 강세로 합성수지 및 금호피엔비 실적 악화:** 동사의 합성수지 부문(PS/ABS) 및 금호피엔비의 주요 제품(페놀/아세톤, BPA)의 공통된 원재료로 벤젠을 들 수 있음. 벤젠은 지난 4분기 동안 사상 최고 가격을 여러 차례 경신하면서 스프레드 또한 지난 2005년 1분기 이후 최고치. 즉 아직 동사의 합성수지 및 금호피엔비 주요 제품의 수요는 아직 개선세가 나타나고 있지 않지만 벤젠의 강세로 원재료 부담이 제품가에 제대로 반영되고 있지 않고 있는 것이 마진 악화의 주요 원인.

**목표주가 140,000원으로 소폭 상향, HOLD 투자의견 유지:** 목표주가를 기존의 130,000원에서 140,000원(2013년 예상 EPS 11,669원에 PE 배수 12.0배 적용)으로 상향하지만 HOLD 투자의견 유지. 이는 예상보다 저조한 합성고무 업황과 벤젠 강세에 따른 마진 악화를 반영하여 2013년 EPS를 10.5% 하향 조정하지만 향후 경기 회복 기대감, 위험 자산에 대한 선호도 증가 등을 반영해 적용 PE 배수를 기존의 10.0배에서 12.0배로 조정했기 때문. 그럼에도 불구하고 최근 주가 급등으로 인해 상승 여력이 크지 않기 때문에 HOLD 투자의견 유지.

### ■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	6,457.4	5,851.5	6,091.0	7,361.1
순이익 (십억원)	505.6	179.6	293.4	363.4
EPS (adj) (원)	19,411	7,092	11,669	14,482
EPS (adj) growth (%)	62.0	(63.5)	64.5	24.1
EBITDA margin (%)	16.2	8.2	10.5	10.2
ROE (%)	44.0	11.9	17.3	18.2
P/E (adj) (배)	11.2	18.8	11.4	9.2
P/B (배)	2.6	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA (배)	5.6	12.3	9.5	8.1
Dividend yield (%)	1.5	0.8	0.8	0.8

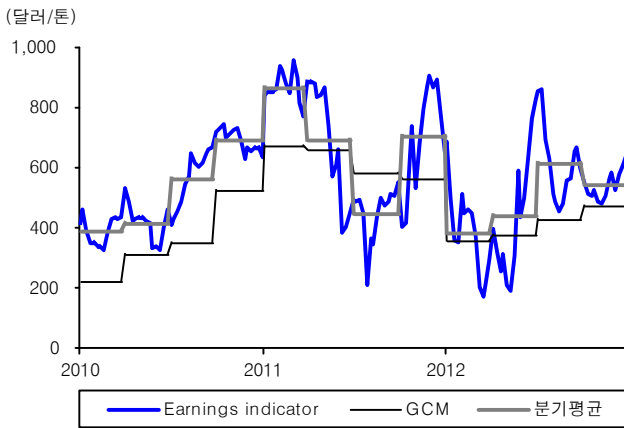
자료: 삼성증권 추정

4Q12 preview

(십억원)	4Q12E	전년동기 대비 (%)	전분기 대비 (%)
매출액	1,213	(18.5)	(15.3)
합성고무	609	(25.8)	(12.1)
합성수지	210	(30.6)	(37.6)
정밀화학	42	(13.1)	12.1
유틸리티	37	(11.8)	(13.6)
금호피앤비	282	9.7	2.8
기타	34	78.8	(29.5)
영업이익	42	(30.8)	(7.4)
합성고무	22	(73.6)	43.0
합성수지	7	(23.0)	(50.5)
정밀화학	0	(100.0)	(100.0)
유틸리티	18	8.9	(14.8)
금호피앤비	(5)	적자전환	n/a
기타	0	흑자전환	흑자전환

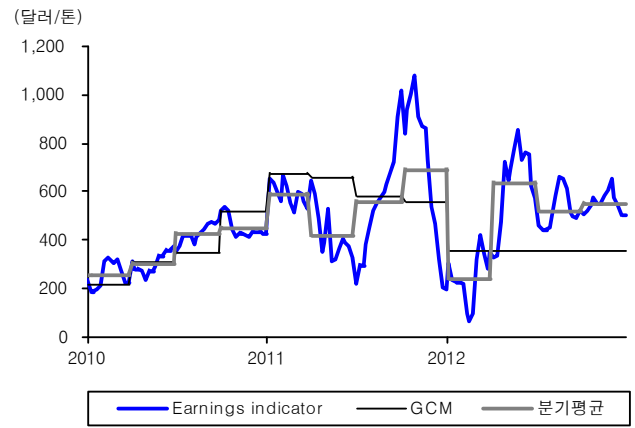
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator



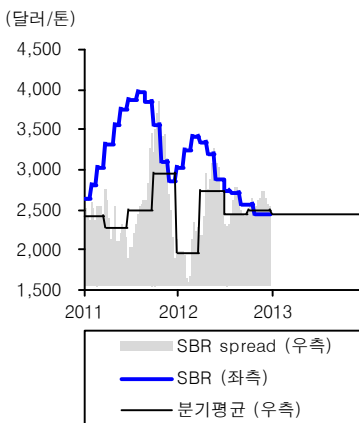
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator (no lag)



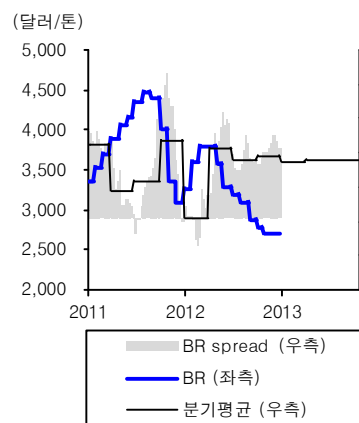
자료: 삼성증권 추정

SBR spread 추이



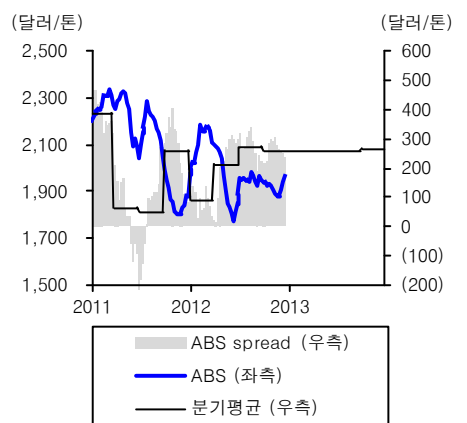
자료: KITA, Platts

BR spread 추이



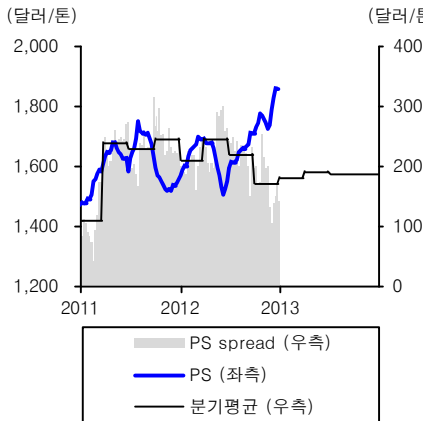
자료: KITA, Platts

ABS spread 추이



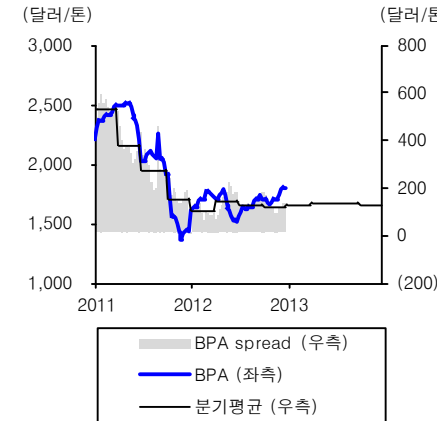
자료: Cischem, Platts

PS spread 추이



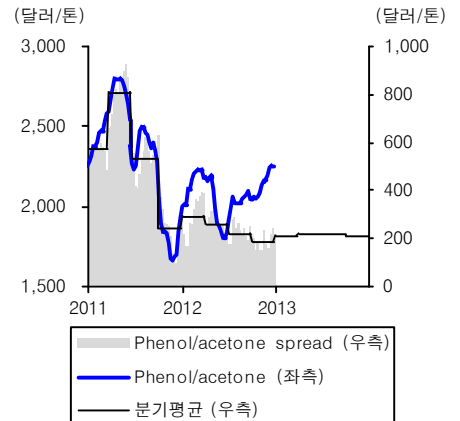
자료: Cischem, Platts

BPA spread 추이



자료: Cischem, Platts

Phenol/acetone spread 추이



자료: Cischem, Platts

분기별 수익추정

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	1,623	1,584	1,432	1,213	1,411	1,538	1,585	1,557	5,851	6,091
합성고무	871	857	693	609	740	817	824	812	3,029	3,193
합성수지	342	323	337	210	239	286	308	298	1,212	1,131
정밀화학	43	45	37	42	41	40	41	41	167	163
유틸리티	45	39	43	37	43	36	40	39	163	159
금호피앤비	290	271	274	282	313	324	336	329	1,117	1,302
기타	33	49	48	34	34	35	36	38	163	143
영업이익	122	26	45	42	79	95	99	98	235	371
합성고무	69	21	15	22	44	58	57	58	127	216
합성수지	7	1	14	7	8	10	11	11	29	39
정밀화학	1	1	(1)	0	1	1	1	1	1	3
유틸리티	21	16	21	18	22	18	20	20	77	80
금호피앤비	8	9	(2)	(5)	5	9	10	9	10	32
기타	15	(22)	(2)	0	0	0	0	0	(10)	0

자료: 삼성증권

**포괄손익계산서**

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	<b>3,886</b>	<b>6,457</b>	<b>5,851</b>	<b>6,091</b>	<b>7,361</b>
매출원가	3,306	5,410	5,419	5,509	6,655
<b>매출총이익</b>	<b>580</b>	<b>1,047</b>	<b>433</b>	<b>582</b>	<b>706</b>
(매출총이익률, %)	14.9	16.2	7.4	9.6	9.6
판매 및 일반관리비	221	208	198	211	242
<b>영업이익</b>	<b>360</b>	<b>842</b>	<b>235</b>	<b>371</b>	<b>464</b>
(영업이익률, %)	9.3	13.0	4.0	6.1	6.3
순금융이익	(117)	(131)	(93)	(95)	(100)
순외환이익	4	0	12	0	0
순지분법이익	145	0	72	85	85
기타	203	48	(2)	8	8
<b>세전이익</b>	<b>595</b>	<b>758</b>	<b>224</b>	<b>369</b>	<b>457</b>
법인세	124	215	41	66	82
(법인세율, %)	20.8	28.3	18.4	18.0	18.0
순이익	471	544	184	303	375
(순이익률, %)	12.1	8.4	3.1	5.0	5.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>303</b>	<b>506</b>	<b>180</b>	<b>293</b>	<b>363</b>
(순이익률, %)	7.8	7.8	3.1	4.8	4.9
EBITDA	468	1,044	479	638	753
(EBITDA 이익률, %)	12.1	16.2	8.2	10.5	10.2
EPS(지배주주) (원)	16,571	19,411	7,092	11,669	14,482
EPS(연결기준) (원)	16,571	20,872	7,264	12,034	14,934
수정 EPS (원)**	10,650	19,411	7,092	11,669	14,482
주당배당금 (보통, 원)	1,000	2,000	1,000	1,000	1,000
주당배당금 (우선, 원)	1,050	2,050	1,050	1,050	1,050
배당성향 (%)	4.9	11.1	18.6	11.4	9.2

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>253</b>	<b>670</b>	<b>353</b>	<b>224</b>	<b>344</b>
순이익	471	544	184	303	375
유·무형자산 상각비	109	155	162	174	196
순외환관련손실 (이익)	(1)	4	(2)	0	0
지분법평가손실 (이익)	(145)	0	(18)	(85)	(85)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>242</b>	<b>1,057</b>	<b>298</b>	<b>388</b>	<b>483</b>
순운전자본감소 (증가)	11	(196)	55	(163)	(139)
기타	(193)	(95)	0	0	(0)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(53)</b>	<b>(246)</b>	<b>(339)</b>	<b>(375)</b>	<b>(340)</b>
설비투자	(175)	(291)	(350)	(385)	(350)
<b>Free cash flow</b>	<b>78</b>	<b>379</b>	<b>3</b>	<b>(161)</b>	<b>(6)</b>
투자자산의 감소(증가)	123	45	1	0	0
(배당금***)		0	0	0	0
기타	(1)	0	10	10	10
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(171)</b>	<b>(69)</b>	<b>(131)</b>	<b>(21)</b>	<b>(23)</b>
차입금의 증가(감소)	(87)	(51)	(42)	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	(23)	56	(34)	(34)
기타	(83)	5	(144)	12	10
<b>현금증감</b>	<b>30</b>	<b>354</b>	<b>(118)</b>	<b>(171)</b>	<b>(19)</b>
기초현금	77	151	505	387	216
기말현금	107	505	387	216	197

참고: \* 일회성 항목 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 항목 제외  
 \*\*\* 지분법증권으로부터의 배당  
 자료: , 삼성증권 추정

**재무상태표**

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	<b>891</b>	<b>2,058</b>	<b>1,665</b>	<b>1,832</b>	<b>2,105</b>
현금 및 현금등가물	107	505	387	216	197
매출채권	368	887	723	928	1,098
재고자산	371	582	482	603	712
기타	45	84	73	86	97
<b>비유동자산</b>	<b>2,545</b>	<b>2,656</b>	<b>2,925</b>	<b>3,226</b>	<b>3,470</b>
투자자산	981	683	771	856	941
(지분법증권)	471	270	359	444	529
유형자산	1,423	1,922	2,111	2,328	2,488
무형자산	26	35	33	32	32
기타	115	16	9	9	9
<b>자산총계</b>	<b>3,436</b>	<b>4,714</b>	<b>4,590</b>	<b>5,058</b>	<b>5,575</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,695</b>	<b>2,713</b>	<b>2,055</b>	<b>2,230</b>	<b>2,383</b>
매입채무	276	428	355	444	524
단기차입금	359	788	1,164	1,164	1,164
기타 유동부채	1,059	1,498	537	623	695
<b>비유동부채</b>	<b>861</b>	<b>444</b>	<b>854</b>	<b>887</b>	<b>921</b>
사채 및 장기차입금	851	365	760	760	760
기타 장기부채	9	79	94	128	161
<b>부채총계</b>	<b>2,555</b>	<b>3,157</b>	<b>2,909</b>	<b>3,118</b>	<b>3,304</b>
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	90	265	265	265	265
이익잉여금	471	1,047	1,159	1,419	1,749
기타	177	(32)	(23)	(23)	(23)
비지배주주지분	177	109	112	112	112
<b>자본총계</b>	<b>880</b>	<b>1,557</b>	<b>1,681</b>	<b>1,941</b>	<b>2,271</b>
순부채	1,946	1,743	1,741	1,913	1,932
주당장부가치 (원)	30,018	50,631	45,856	53,634	63,492

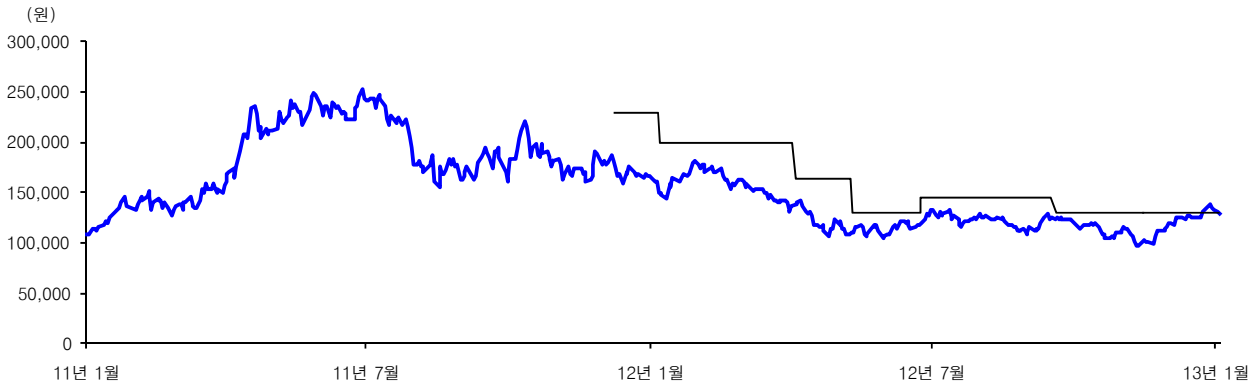
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	38.7	12.9	(9.4)	4.1	20.9
영업이익	209.5	26.7	(72.1)	57.8	25.1
세전이익	흑전	5.1	(70.5)	64.7	23.8
순이익	흑전	1.3	(66.4)	65.4	23.8
영업순이익*	흑전	48.5	(64.5)	63.4	23.8
EBITDA	114.8	19.7	(54.1)	33.2	18.0
수정 EPS**	흑전	62.0	(63.5)	64.5	24.1
<b>비율 및 회전</b>					
ROE (%)	42.8	44.0	11.9	17.3	18.2
ROA (%)	14.2	11.9	4.0	6.3	7.0
ROIC (%)	10.1	18.3	5.6	7.9	9.0
순부채비율 (%)	221.1	112.0	103.6	98.6	85.1
이자보상배율 (배)	2.9	6.3	3.0	4.5	5.2
매출채권 회수기간 (일)	31.3	41.9	50.2	49.4	50.2
매입채무 결제기간 (일)	32.5	24.2	24.4	23.9	24.0
재고자산 보유기간 (일)	25.3	31.0	33.2	32.5	32.6
<b>Valuations (배)</b>					
P/E	4.7	11.2	18.8	11.4	9.2
P/B	1.7	2.6	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	7.0	5.6	12.3	9.5	8.1
EV/EBIT	9.1	6.5	18.6	13.0	10.9
배당수익률 (보통, %)	2.0	1.5	0.8	0.8	0.8

■ Compliance Notice

- 당사는 1월 9일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 1월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2011/12/13	2012/1/13	3/8	4/7	5/15	7/4	9/25	2013/1/10
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	230,000	200,000	187,000	163,000	130,000	145,000	130,000	140,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상