

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	125,000원(8.7%)
현재주가	115,000원
Bloomberg code	011780 KS
시가총액	3.6조원
Shares (float)	30,467,691 주 (43.6%)
52주 최저/최고	96,800원/178,500원
60일-평균거래대금	261.8억원
One-year performance	1M 6M 12M
금호석유 (%)	-12.5 -10.1 -34.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.7 -12.8 -33.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	125,000	140,000	-10.7%
2012E EPS	5,108	7,092	-28.0%
2013E EPS	10,357	11,669	-11.1%
2014E EPS	13,372	14,482	-7.6%

분기 실적

(십억원)	4Q12	증감 (%)		차이 (%)	
		전년 동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	1,245	(16.4)	(13.0)	2.7	(7.7)
영업이익	31	(49.2)	(12.6)	(26.6)	(21.7)
세전계속사업이익	(52)	적전	적전	(238.6)	(270.3)
순이익	(21)	적전	적전	(172.7)	(199.3)
이익률 (%)					
영업이익	2.5				
세전계속사업이익	(4.2)				
순이익	(1.7)				

자료: 금호석유, 삼성증권 추정

금호석유 (011780)

4Q Review: 전 사업 부문 실적 악화, 2분기 기대

WHAT'S THE STORY?

Event: 4분기 영업이익 컨센서스 21.7% 하회.

Impact: 2분기부터 본격적인 실적 개선세가 기대되지만 예상보다 합성고무 가격 상승이 더디고 합성수지(PS/ABS) 및 BPA의 수급 악화 및 원가 부담이 예상보다 오래 지속되고 있는 점이 부담.

Action: 목표주가 125,000원으로 하향, HOLD 투자의견 유지.

THE QUICK VIEW

전 사업 부문 실적 악화로 컨센서스 하회: 4분기 매출액과 영업이익이 전 분기 대비 각각 13.0%, 32.1% 감소한 1조2,454억원, 307억원으로 당사 추정치 및 컨센서스 하회. 이는 전 분기 대비 모든 사업 부문의 영업이익이 감소했기 때문. 합성고무의 경우 지난 4분기 BD 및 합성고무의 가격이 모두 하락하면서 negative 원재료 lagging 효과가 있었고 4분기 동안 스왑 BD 가격 하락폭을 내부 생산한 BD 원가 하락폭이 따라가지 못하면서 예상보다 낮은 마진을 기록한 것으로 판단. 3분기 유가 상승에 따른 positive 원재료 lagging 효과가 반영되었던 합성수지 사업부문은 유가 상승 효과 소멸, 원재료인 SM 가격 급등으로 영업이익이 전 분기 대비 큰 폭으로 감소. CD와 DVD와 같은 제품 수요가 구조적으로 감소하면서 BPA의 주요 다운스트림인 PC(Polycarbonate)의 수요 둔화가 지속. 이로 인해 금호피엔비의 영업손실 폭도 확대되는 모습.

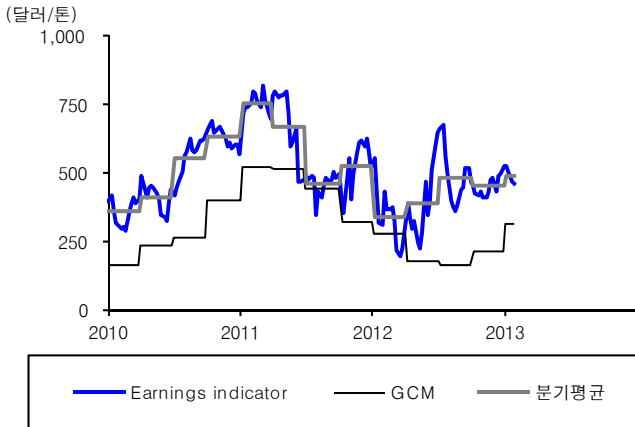
본격적인 영업이익 개선은 2분기부터: 지난 한 달 동안 합성고무(SBR, BR) 가격이 바닥에서 소폭 반등에 성공했지만 그 반등폭과 지속성에서 실망스러운 상황. 이에 반해 주요 원재료인 BD는 꾸준히 상승하고 있고 SM 또한 지난 4분기 급등한 가격대에서 크게 조정받고 있지 않고 있기 때문에 1분기 합성고무 스왑 스프레드가 지난 4분기에 비해 축소될 가능성이 높음. 다만 증설 효과로 판매량이 증가할 수 있고 이번 1분기는 내부 생산한 BD의 원가가 정상적인 수준으로 감소할 수 있기 때문에 전 분기 대비 합성고무 사업부문의 이익 개선은 가능. 높은 원재료 가격 부담(SM)이 있는 합성수지 사업부문은 이번 1분기 영업이익이 지난 4분기보다 개선되기 힘들고 금호피엔비는 BPA 수급 악화로 지난 4분기에 이어 여전히 영업적자를 지속할 것. 따라서 본격적인 실적 개선은 중국 춘절 이후 실수요자들의 restocking이 예상되는 2분기일 것.

목표주가 125,000원으로 하향, HOLD 투자의견 유지: 예상을 하회한 4분기 실적을 반영하여 목표주가를 기존의 140,000원에서 125,000원(2013년 예상 EPS 10,357원에 P/E 배수 12.0배 적용)으로 하향하며 HOLD 투자의견 유지. 이는 부타디엔 및 SM 가격 상승에 의한 cost push가 있음에도 불구하고 예상보다 합성고무 가격 상승이 더디고 동사가 보유하고 있는 합성수지(PS/ABS) 및 BPA의 수급 악화 및 원가 부담이 예상보다 오래 지속되고 있기 때문. 2분기부터 본격적인 실적 개선세가 기대되지만 올해 방향족 제품의 구조적인 강세로 인한 원가 부담이 동사의 턴어라운드를 제한하는 요소로 작용할 것.

Valuation summary

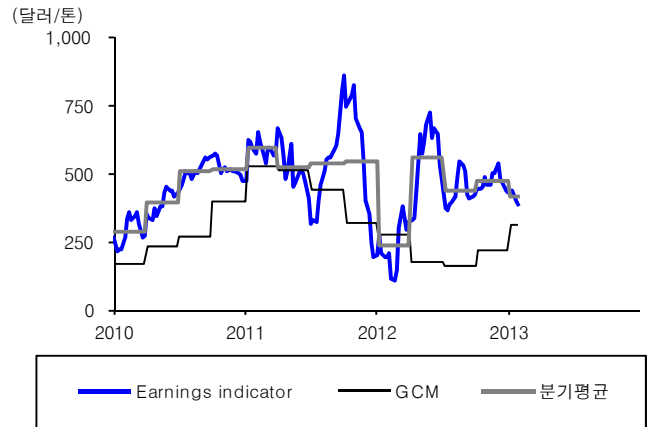
	2011	2012E	2013E
Valuation (배)			
P/E	11.2	22.5	11.1
P/B	2.3	2.6	2.2
EV/EBITDA	5.1	13.8	9.3
Div yield (%)	1.7	0.9	0.9
EPS 증가율 (%)	62.0	(73.7)	102.7
ROE (%)	44.0	8.8	16.0
주당지표 (원)			
EPS	19,411	5,108	10,357
BVPS	50,631	44,383	51,186
DPS	2,000	1,000	1,000

금호석유: Earnings indicator



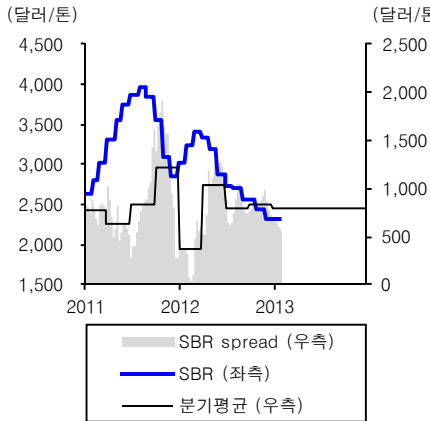
자료: 삼성증권 추정

금호석유: Earnings indicator (no lag)



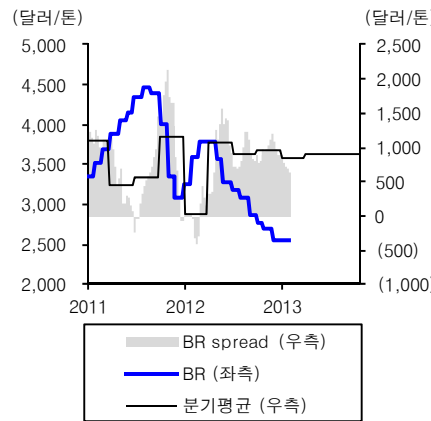
자료: 삼성증권 추정

SBR spread



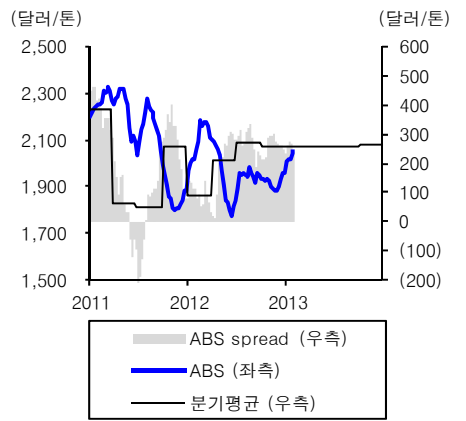
자료: KITA, Platts

BR spread



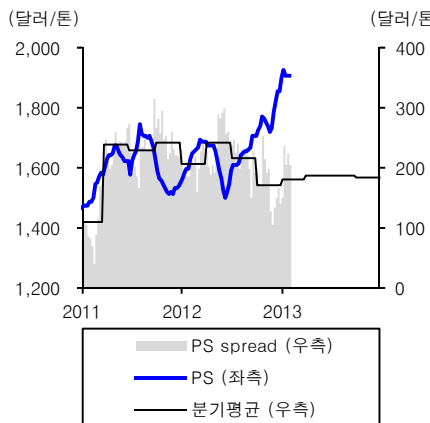
자료: KITA, Platts

ABS spread



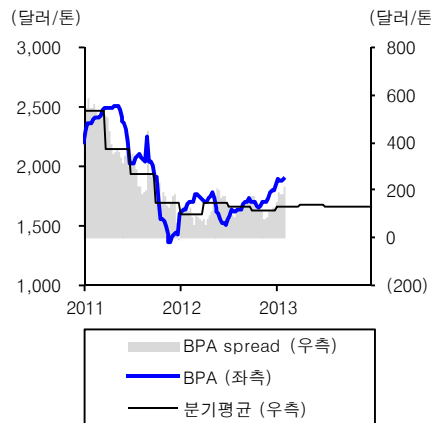
자료: Cischem, Platts

PS spread



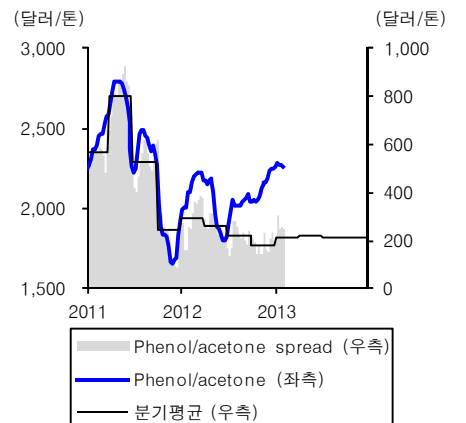
자료: Cischem, Platts

BPA spread



자료: Cischem, Platts

Phenol/acetone spread



자료: Cischem, Platts

분기별 수익추정

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012E	2013E
매출액	1,623	1,584	1,432	1,245	1,366	1,538	1,584	1,603	5,884	6,091
합성고무	871	857	693	617	695	817	824	854	3,038	3,190
합성수지	342	323	337	287	239	286	308	298	1,289	1,131
정밀화학	43	45	37	37	40	38	38	39	162	155
유틸리티	45	39	43	42	43	36	40	42	168	162
금호피앤비	290	271	274	215	313	324	336	329	1,051	1,302
기타	33	49	48	47	36	37	38	41	176	152
영업이익	122	26	45	31	54	88	94	97	224	332
합성고무	69	21	15	12	28	61	61	67	118	217
합성수지	7	1	14	6	6	9	10	10	28	34
정밀화학	1	1	(1)	(1)	1	1	1	1	(0)	3
유틸리티	21	16	21	18	20	15	20	18	76	73
금호피앤비	8	9	(2)	(3)	(2)	2	2	2	12	4
기타	15	(22)	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(10)	(0)

자료: 금호석유화학, 삼성증권 추정

연간실적 추정 변경내역

(십억원)	2013E			2014E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	6,091	6,091	0.0	7,361	7,542	2.5
영업이익	371	332	(10.5)	464	432	(6.8)
세전사업계속이익	369	328	(11.1)	457	422	(7.6)
순이익	293	261	(11.1)	363	336	(7.6)

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	3,886	6,457	5,884	6,091	7,542
매출원가	3,306	5,410	5,461	5,548	6,865
매출총이익	580	1,047	422	543	677
(매출총이익률, %)	14.9	16.2	7.2	8.9	9.0
판매 및 일반관리비	221	208	198	211	245
영업이익	360	842	224	332	432
(영업이익률, %)	9.3	13.0	3.8	5.4	5.7
순금융이익	(117)	(131)	(93)	(97)	(103)
순외환이익	4	0	12	0	0
순지분법이익	145	0	67	85	85
기타	203	48	(75)	8	8
세전이익	595	758	134	328	422
법인세	124	215	2	59	76
(법인세율, %)	20.8	28.3	1.5	18.0	18.0
순이익	471	544	132	269	346
(순이익률, %)	12.1	8.4	2.2	4.4	4.6
지배주주순이익	303	506	130	261	336
(순이익률, %)	7.8	7.8	2.2	4.3	4.5
EBITDA	468	1,044	389	599	722
(EBITDA 이익률, %)	12.1	16.2	6.6	9.8	9.6
EPS(지배주주) (원)	16,571	19,411	5,108	10,357	13,372
EPS(연결기준) (원)	16,571	20,872	5,182	10,681	13,789
수정 EPS (원)**	10,650	19,411	5,108	10,357	13,372
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	25.7	12.8	10.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	253	670	363	185	313
순이익	471	544	132	269	346
유·무형자산 상각비	109	155	162	174	196
순외환관련손실 (이익)	(1)	4	(2)	0	0
지분법평가손실 (이익)	(145)	0	(13)	(85)	(85)
Gross Cash Flow	242	1,057	325	354	454
순운전자본감소 (증가)	11	(196)	38	(169)	(141)
기타	(193)	(95)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(53)	(246)	(411)	(374)	(339)
설비투자	(175)	(291)	(350)	(385)	(350)
Free cash flow	78	379	13	(200)	(37)
투자자산의 감소(증가)	123	45	1	0	0
(배당금***)		0	0	0	0
기타	(1)	0	(62)	11	11
재무활동에서의 현금흐름	(171)	(69)	(130)	(21)	(23)
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	(143)	13	10
현금증감	30	354	(178)	(209)	(49)
기말현금	77	151	505	327	118
기초현금	107	505	327	118	69

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

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	891	2,058	1,644	1,784	2,032
현금 및 현금등가물	107	505	327	118	69
매출채권	368	887	742	955	1,127
재고자산	371	582	501	623	737
기타	45	84	74	88	99
비유동자산	2,545	2,656	2,920	3,221	3,465
투자자산	981	683	766	851	936
(지분법증권)	471	270	354	439	524
유형자산	1,423	1,922	2,111	2,328	2,488
무형자산	26	35	33	32	32
기타	115	16	9	9	9
자산총계	3,436	4,714	4,564	5,005	5,497
유동부채	1,695	2,713	2,077	2,257	2,414
매입채무	276	428	369	459	543
단기차입금	359	788	1,164	1,164	1,164
기타 유동부채	1,059	1,498	545	635	707
비유동부채	861	444	855	889	923
사채 및 장기차입금	851	365	760	760	760
기타 장기부채	9	79	95	129	163
부채총계	2,555	3,157	2,932	3,146	3,336
자본금	142	167	167	167	167
자본잉여금	90	265	265	265	265
이익잉여금	471	1,047	1,110	1,337	1,639
기타	177	(32)	(23)	(23)	(23)
비지배주주지분	177	109	112	112	112
자본총계	880	1,557	1,632	1,859	2,161
순부채	1,946	1,743	1,801	2,011	2,060
주당장부가치 (원)	30,018	50,631	44,383	51,186	60,219

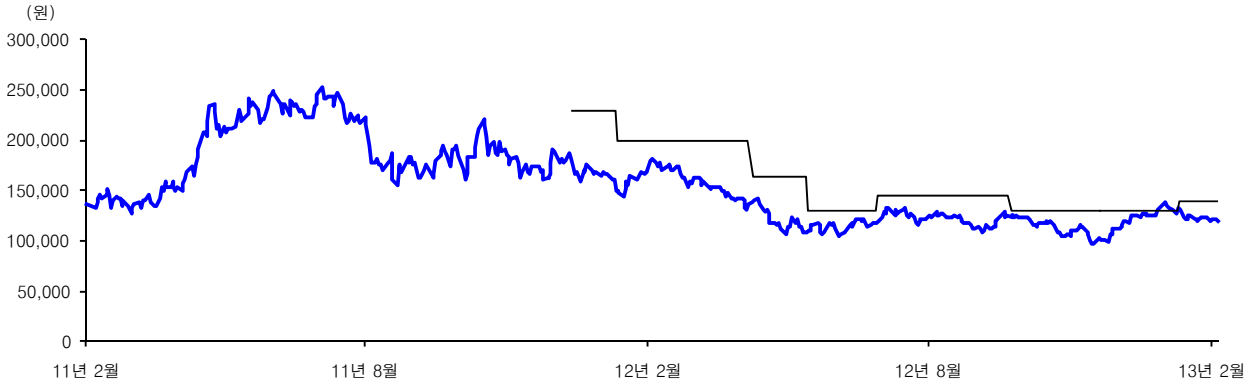
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	38.7	12.9	(8.9)	3.5	23.8
영업이익	209.5	26.7	(73.4)	48.2	30.3
세전이익	흑전	5.1	(82.3)	144.6	28.8
순이익	흑전	1.3	(75.7)	103.6	28.8
영업순이익*	흑전	48.5	(74.3)	100.2	28.8
EBITDA	114.8	19.7	(62.7)	53.9	20.5
수정 EPS**	흑전	62.0	(73.7)	102.7	29.1
비율 및 회전					
ROE (%)	42.8	44.0	8.8	16.0	17.7
ROA (%)	14.2	11.9	2.8	5.6	6.6
ROIC (%)	10.1	18.3	6.4	7.0	8.4
순부채비율 (%)	221.1	112.0	110.4	108.2	95.3
이자보상배율 (배)	2.9	6.3	2.2	4.1	4.9
매출채권 회수기간 (일)	31.3	41.9	50.5	50.8	50.4
매입채무 결제기간 (일)	32.5	24.2	24.7	24.8	24.2
재고자산 보유기간 (일)	25.3	31.0	33.6	33.7	32.9
Valuations (배)					
P/E	4.7	11.2	22.5	11.1	8.6
P/B	1.7	2.3	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	7.0	5.1	13.8	9.3	7.8
EV/EBIT	9.1	6.0	23.7	13.2	10.7
배당수익률 (보통, %)	2.0	1.7	0.9	0.9	0.9

■ Compliance Notice

- 당사는 2월 6일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 2월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 6일 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	2/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	230,000	200,000	187,000	163,000	130,000	145,000	130,000	140,000	125,000

• 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