

최상도 02) 368-9515
sdchoi@bookook.co.kr

금호석유 (011780)

Buy(유지)

목표주가 : 140,000원

4분기 실적 Review

		결산월	매출액	영업이익	세전이익	자배주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR
		12월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)
현재가 (원)	116,500	2009	68,976	1,104	-12,291	-6,236	-21,920	NA	14.4	1.7
액면가 (원)	5,000	2010	49,570	5,710	4,832	3,160	11,109	8.1	6.8	3.3
자본금 (억원)	1,676	2011	64,574	8,422	7,584	5,056	15,097	11.1	7.2	4.0
시가총액 (억원)	36,287	2012E	58,837	2,340	1,340	1,302	3,888	33.6	15.4	2.9
상장주식수 (만주)	3,349	2013E	60,879	3,935	3,179	2,480	7,404	15.7	9.9	1.9
외국인보유비중 (%)	5.76									
60일 평균거래량 (주)	234,760									

2011년 이전 영업이익은 개정전, 2012년부터 개정된 회계기준임

4분기 실적 부진

4분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 13.0%, 32.1% 감소한 12,454억원과 307억원을 기록, 시장컨센서스를 하회하였다. 주력제품인 합성고무의 수요부진이 이어지면서 물량이 감소한 데다, 3분기에 구매한 고가의 원재료가 4분기에도 투입되면서 합성고무의 수익성이 회복되지 못했고, 합성수지도 계절적 비수기 진입에 따른 수요감소 영향으로 물량이 감소하면서 수익성이 하락했기 때문이다. 또한, 폐놀유도체도 BPA가격 약세가 이어진 데다, 원재료인 벤젠가격이 강세를 보이면서 적자가 확대된 것도 실적부진의 요인으로 작용했다. 세전이익은 지분법 이익이 감소한 데다, 대우건설, CJ대한통운 등 매도가능증권에 대한 손상차손이 약 600억원 발생하면서 적자전환했다.

신속한 의사결정 가능해져

연간매출액과 영업이익도 합성고무 수요부진 및 폐놀유도체 수익성 악화 영향으로 전년 대비 8.9%, 73.3% 감소한 58,837억원과 2,239억원에 그쳤다. 실적부진에도 불구하고 차입금과 부채비율이 감소하는 등 재무구조가 개선되었으며, 2012년 12월 28일자로 채권단과 맺은 자율협약이 종료되었다. 이에 따라, 보다 신속한 의사결정이 가능하게 되었다.

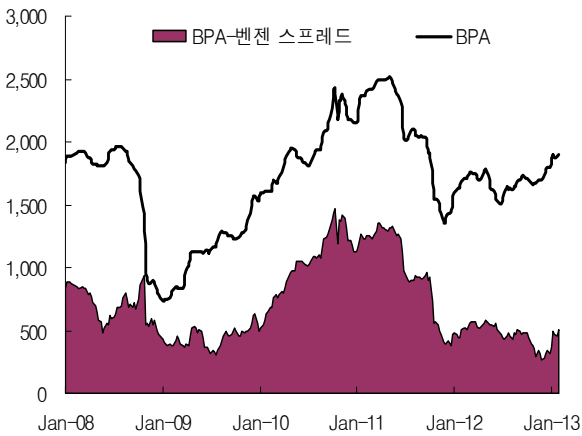
1분기 실적개선 기대되나, 개선폭은 크지 않을 듯

1분기에는 제한적인 실적개선이 기대된다. 합성고무의 수요회복이 더디게 진행되고 있으나, 고가의 원재료가 4분기에 소진됨에 따라 원가율 개선이 기대되고, 전년 11월에 증설이 완료된 고부가제품인 S-SBR이 1분기부터 본격적인 가동에 들어감에 따라 합성고무의 실적개선이 예상되기 때문이다. 또한, 합성수지도 춘절을 앞둔 채고축적 등으로 가격이 상승하고 있어 소폭의 실적개선이 기대되며, 4분기 적자를 나타냈던 폐놀유도체도 최근 들어 가격이 상승하고 있는 반면, 원재료가격은 약세를 나타내고 있어 소폭의 흑자전환이 예상된다.

2분기부터 실적개선
본격화 기대

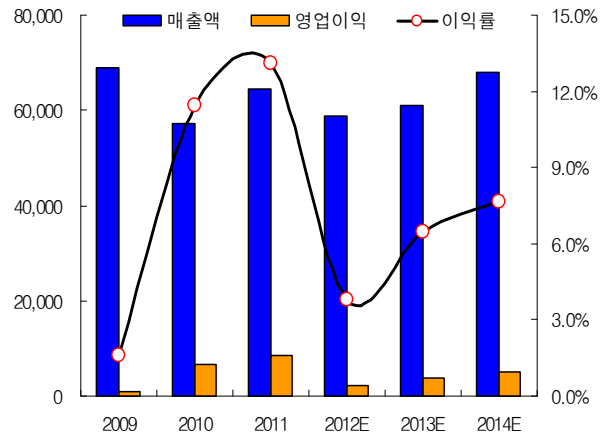
2분기부터 주력제품인 합성고무의 수요증가와 함께 증설효과가 본격적으로 나타나며 의미있는 실적개선이 예상된다. 다만, 페놀유도체(BPA)는 원재료인 벤젠가격의 구조적인 강세와 LG화학, 삼양이노켄의 신증설 물량 출회 등으로 수익성 회복이 쉽지 않을 것으로 추정된다.

[그림1] BPA 스프레드 추이 (단위 : USD/톤)



자료 : 씨스퀘닷컴

[그림2] 연간 실적추이 및 전망 (단위 : 억원)



자료 : 금호석유화학, 부국증권 추정

[표1] 분기실적 추이 및 전망 (단위 : 억원)

	1Q	2Q	3Q	4QP	2012P	1QE	2QE	3QE	4QE	2013E
매출액	16,226	15,840	14,317	12,454	58,837	13,539	14,670	16,803	15,867	60,879
합성고무	8,709	8,567	6,928	6,174	30,378	6,807	8,012	9,160	8,441	32,419
합성수지	3,420	3,227	3,371	2,871	12,889	3,072	3,353	3,591	3,343	13,359
페놀유도체	2,899	2,712	2,743	2,152	10,506	2,367	2,024	2,684	2,733	9,808
기타	1,198	1,334	1,275	1,257	5,064	1,293	1,282	1,369	1,350	5,294
영업이익	1,219	261	452	307	2,239	536	941	1,325	1,133	3,935
(%)	7.5%	1.6%	3.2%	2.5%	3.8%	4.0%	6.4%	7.9%	7.1%	6.5%
세전이익	1,323	97	443	-523	1,340	598	931	1,312	337	3,179
지분법	221	147	175	128	670	230	160	200	150	740
순이익	1,016	88	406	-208	1,302	467	731	1,019	263	2,480

자료 : 금호석유화학, 부국증권 추정

목표주가 140,000원 하향,
투자의견 Buy 유지

4분기 실적 부진과 예상보다 더디게 진행되고 있는 합성고무 수요회복을 감안하여 6개월 목표주가를 140,000원으로 하향하나, 투자의견은 Buy를 유지한다. 제한적이거나 1분기부터 실적개선이 기대되는 데다, 증설효과 및 합성고무 수요증가 등으로 2분기부터 본격적인 실적회복이 예상되며, 증설에 따른 성장성도 확보하고 있기 때문이다. 또한, 금호폴리캠, 금호미쓰이화학 등 우량 관계회사도 증설로 실적개선이 예상되고, 대우건설, 아시아나항공 등 매도가능증권 매각가능성 등을 감안할 때 주가상승 가능성이 높은 것으로 판단된다. 목표주가 140,000원은 2012년, 2013년 예상실적 기준 PER 각각 14.3배, 10.2배(수정EPS 기준)로 다소 높으나, 업황의 턴어라운드와 예상되고, 성장성도 확보하고 있다는 점에서 충분히 도달가능한 수치라 사료된다.

[표2] 목표주가 산출

(단위 : 억원, 원, 천주)

구분	Value	비 고
영업가치(A)	45,359	2013년, 2014년 평균 EBITDA 7.0배 적용
투자자산가치(B)	7,310	
금호폴리캠	2,891	2012년 3분기말 장부가치의 2배
금호미쓰이화학	748	2012년 3분기말 장부가치
중국 관계회사	903	2012년 3분기말 장부가치
매도가능증권 등	2,767	시가(02/08)의 20% 할인 + 3분기말 장부가치
순차입금(C)	17,382	2012년말 기준
기업가치(D)	35,287	A + B - C
우선주가치(E)	792	시가(02/08)
보통주가치(F)	34,495	D - E
보통주주식수(G)	24,875	2013년 기준(자기주식 제외)
주당가치(H)	138,675	F / G

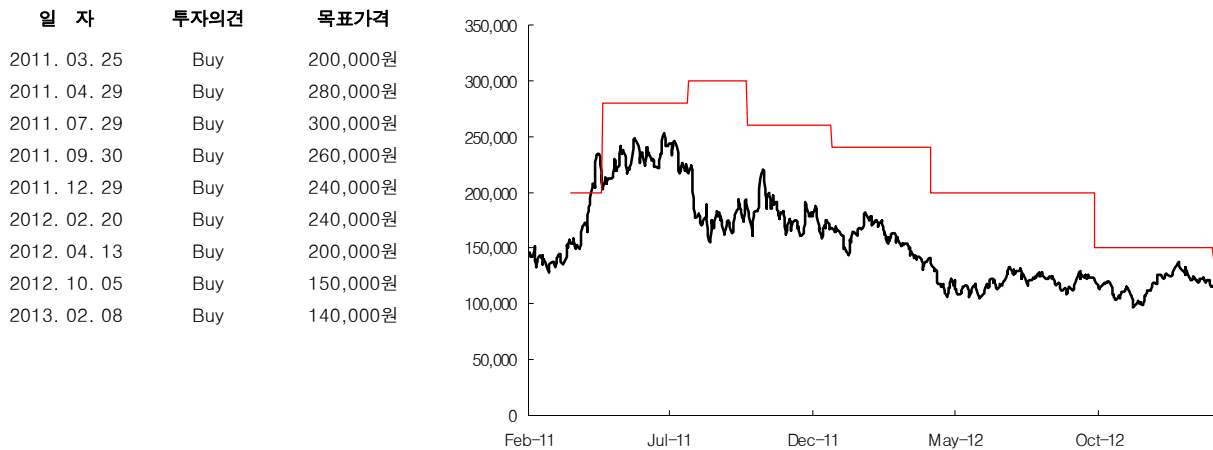
자료 : 부국증권 추정

Compliance Notice

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우	기업분석
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우	
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우	
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우	산업분석
Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때	
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때	
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때	

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



- ❖ 본 자료는 2013년 02월 08일 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 최상도
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.