

금호석유 (011780/중립)

3월 합성고무 마진 회복 여부에 주목

중립	Maintain		
목표주가(원,12M)	-		
현재주가(13/01/22, 원)	121,500		
상승여력(%)	-		
EPS 성장률(13F,%)	135.9		
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.0		
P/E(13F,x)	12.0		
MKT P/E(13F,x)	9.1		
KOSPI	1,996.52		
시가총액(십억원)	3,702		
발행주식수(백만주)	33		
60D 일평균 거래량(천주)	217		
60D 일평균	26		
배당수익률(13F,%)	1.6		
유동주식비율(%)	57.7		
52주 최저가(원)	95,600		
52주 최고가(원)	185,500		
베타(12M, 일간수익률)	1.53		
주기변동성(12M)	2.8		
외국인 보유비중(%)	11.3		
주요주주			
박철완 외 6인(23.95%)			
금호석유 자사주(18.36%)			
한국산업은행(14.05%)			
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	-4.3	-26.1
상대주가	-4.0	-13.9	-28.5

- 4Q preview: 업황 부진 및 일회성 비용으로 컨센서스 하회할 전망, 1분기 개선 전망
- 합성고무, BPA 증설량 많아 실적 개선 속도 더딜 전망
- 투자의견 중립 유지

금호석유에 대해 투자의견 중립을 유지한다. 동사의 주가는 11월 말을 바닥으로 경기 회복 기대감과 중장기 성장 잠재력을 반영해 상승하였다. 그러나 경기 회복에도 불구하고 동사의 실적 개선 속도는 빠르지 않을 것으로 전망하고 주가가 상승해 실적 회복을 감안해도 밸류에이션 매력은 높지 않다고 판단된다.

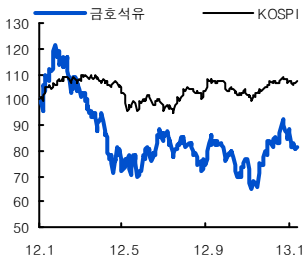
실적 개선 속도가 빠르지 않을 것으로 전망하는 이유는 부타디엔의 수급이 상대적으로 타이트할 것으로 예상되는 반면 13년 합성고무 증설이 많기 때문이다. 따라서 부타디엔 가격 상승 폭이 합성고무 가격 상승으로 전가되기 어렵고, 이는 실적 개선에 부담 요인이다.

연결 매출의 22%, 19%를 차지하는 ABS와 페놀 유도체 부문도 빠른 실적 개선이 어려워 보인다. 페놀 유도체의 경우 원재료인 벤젠 가격 급등으로 4분기 가동률이 크게 떨어진 상황이다. 더구나 공급 차질로 인한 벤젠 강세는 당분간 지속될 전망이다. 반면 페놀 유도체는 경기 부진으로 수요가 약한 반면 증설이 많아 업황 개선이 더딜 것이다. ABS의 경우 상대적으로 낮지만 역시 원재료 가격 상승에 따른 부담이 예상된다.

중장기적으로는 미국 에탄 크래커 투자로 부타디엔의 생산이 어려워짐에 따라 부타디엔을 원료로 하는 합성고무의 수급도 타이트해질 것으로 예상된다. 신흥국의 타이어 수요 회복에 따라 중장기적으로는 견조한 업황이 예상된다. 다만 본격적인 실적 개선은 13년 하반기 이후가 될 가능성이 높아 보인다.

4분기 영업이익은 294억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 합성고무의 경우 부타디엔 가격 급락과 이에 따른 합성고무 가격 하락으로 판가가 하락했고 ABS와 페놀유도체는 업황 부진으로 가동률이 하락해 적자 폭이 확대된 것으로 추정된다. 명예퇴직 비용 등 일회성 비용도 약 100억원 발생한 것으로 추정된다.

1분기 영업이익은 924억원으로 전분기대비 개선될 전망이나 이익의 수준은 과거 대비 낮을 것으로 예상된다. 타이어 수요 부진으로 부타디엔이나 BR 판가 상승이 더디고 페놀 유도체의 업황 부진이 지속되고 있기 때문이다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	4,957	571	11.5	316	11,109	710	504	49.1	8.1	3.1	6.8
12/11	6,457	842	13.0	506	15,097	994	287	44.5	11.1	3.9	7.2
12/12F	5,635	233	4.1	143	4,277	340	-115	9.6	30.5	2.8	18.4
12/13F	6,232	440	7.1	338	10,089	572	155	20.2	12.0	2.2	10.4
12/14F	8,387	728	8.7	571	17,037	865	264	27.5	7.1	1.7	6.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터

표 18. 분기별 실적 추정

(십억원, %, %p, 달러/배럴, 달러/톤, 원/달러)

	2012F				2013F				4Q12 증감률		2012F	2013F	2014F	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1Q	2Q	3Q	4Q	QoQ	YoY				
매출액	합계	1,621.3	1,584.0	1,431.5	996.7	1,300.0	1,464.3	1,808.1	1,659.3	-30.4	-33.1	5,633.5	6,231.9	8,387.0
	합성고무	870.9	856.7	692.8	516.9	668.2	756.8	931.3	793.0	-25.4	-37.0	2,937.3	3,149.3	4,515.2
	합성수지	342.0	322.7	337.1	296.2	306.4	311.9	396.0	381.6	-12.1	-2.2	1,298.0	1,395.9	1,613.1
	고무약품/열병합발전	118.5	133.4	127.3	127.3	127.3	127.3	127.3	127.3	0.0	52.1	506.5	509.2	509.2
	페놀 유도체	289.9	271.2	274.3	56.2	198.1	268.3	353.5	357.5	-79.5	-80.0	891.6	1,177.4	1,749.4
영업이익	합계	129.4	28.8	45.2	29.4	92.4	99.9	161.6	86.1	-35.0	-51.5	232.8	440.1	728.4
	합성고무	84.6	0.0	13.9	12.0	54.8	57.7	97.2	34.4	-13.2	-83.7	110.4	244.1	411.1
	합성수지	10.8	0.0	13.5	6.5	6.4	5.3	12.4	-0.3	-51.7	흑전	30.8	23.7	28.4
	고무약품/열병합발전	30.8	20.3	20.6	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8	54.8	62.4	103.5	127.3	127.3
	페놀 유도체	-5.7	8.1	-2.7	-11.0	-0.6	5.1	20.2	20.2	적전	적전	-11.3	45.0	161.7
영업이익률	합계	8.0	1.8	3.2	2.9	7.1	6.8	8.9	5.2	-0.2	-1.1	4.1	7.1	8.7
	합성고무	9.7	0.0	2.0	2.3	8.2	7.6	10.4	4.3	0.3	-6.7	3.8	7.7	9.1
	합성수지	3.2	0.0	4.0	2.2	2.1	1.7	3.1	-0.1	-1.8	2.2	2.4	1.7	1.8
	고무약품/열병합발전	26.0	15.3	16.1	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	8.9	1.6	20.4	25.0	25.0
	페놀 유도체	-2.0	3.0	-1.0	-19.6	-0.3	1.9	5.7	5.7	-18.6	-23.2	-1.3	3.8	9.2
세전이익	132.3	9.7	44.3	-9.8	84.9	99.6	143.4	97.5	적전	적전	176.5	425.4	716.2	
당기순이익	101.6	8.9	40.6	-7.8	66.3	78.3	115.3	78.0	적전	적전	143.2	337.9	570.6	
영업이익률	8.0	1.8	3.2	2.9	7.1	6.8	8.9	5.2	-0.2	-1.1	4.1	7.1	8.7	
당기순이익률	6.3	0.6	2.8	-0.8	5.1	5.3	6.4	4.7	-3.6	-3.5	2.5	5.4	6.8	
주요 가격	원/달러 환율	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	1,050.0	0.0	-3.7	1,050.0	1,100.0	1,100.0
	두바이 유가	116.4	106.2	106.1	107.6	106.0	107.0	108.0	110.0	1.4	1.8	109.1	107.8	110.0
	납사(달러/톤)	1,024.3	891.4	912.4	944.4	930.5	939.3	948.1	965.7	3.5	6.3	943.1	945.9	965.7
	합성고무(달러/톤)	3,300.0	3,113.0	2,668.0	1,983.1	2,330.5	2,639.3	3,248.1	2,765.7	-25.7	-33.9	2,766.0	2,745.9	3,765.7
	부타디엔(달러/톤)	3,465.4	2,435.4	2,120.0	1,683.1	2,130.5	2,439.3	2,948.1	2,465.7	-20.6	-23.2	2,426.0	2,495.9	3,465.7
	ABS(달러/톤)	2,099.0	1,933.8	1,946.2	1,919.6	2,023.1	2,074.1	2,221.4	2,108.5	-1.4	3.2	1,974.7	2,106.8	2,304.8

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 19. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p, 원)

	변경 전			변경 후			변경률			변경 사유	
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F		
매출액	합계	5,872.0	6,605.2	8,309.7	5,633.5	6,231.9	8,387.0	-4.1	-5.7	0.9	
	합성고무	2,985.7	3,143.4	4,701.7	2,937.3	3,149.3	4,515.2	-1.6	0.2	-4.0	
	합성수지	1,306.7	1,186.0	1,184.3	1,298.0	1,395.9	1,613.1	-0.7	17.7	36.2	
	고무약품/열병합발전	506.5	509.2	509.2	506.5	509.2	509.2	0.0	0.0	0.0	
	페놀 유도체	1,073.1	1,766.6	1,914.5	891.6	1,177.4	1,749.4	-16.9	-33.4	-8.6	
영업이익	합계	269.1	447.2	722.2	232.8	440.1	728.4	-13.5	-1.6	0.9	
	합성고무	126.2	227.5	445.3	110.4	244.1	411.1	-12.5	7.3	-7.7	
	합성수지	32.4	22.9	28.3	30.8	23.7	28.4	-4.9	3.4	0.2	
	고무약품/열병합발전	105.9	127.3	127.3	103.5	127.3	127.3	-2.2	0.0	0.0	
	페놀 유도체	18.0	69.4	121.3	-11.3	45.0	161.7	-162.8	-35.2	33.3	스프레드 추정치 하향
영업이익률	합계	4.6	6.8	9.1	4.1	7.1	8.7	-0.5	0.3	-0.4	
	합성고무	4.2	7.2	10.3	3.8	7.7	9.1	-0.5	0.5	-1.2	
	합성수지	2.5	1.9	2.1	2.4	1.7	1.8	-0.1	-0.2	-0.3	
	고무약품/열병합발전	20.9	25.0	25.0	20.4	25.0	25.0	-0.5	0.0	0.0	
	페놀 유도체	1.7	3.9	6.3	-1.3	3.8	9.2	-2.9	-0.1	2.9	
세전이익	200.3	432.2	710.0	176.5	425.4	716.2	-11.9	-1.6	0.9		
당기순이익	162.5	343.3	565.7	143.2	337.9	570.6	-11.9	-1.6	0.9		
EPS (원)	4,854.0	10,250.3	16,889.8	4,276.5	10,089.3	17,036.8	-11.9	-1.6	0.9		
영업이익률	4.6	6.8	8.7	4.1	7.1	8.7	-0.5	0.3	0.0		
당기순이익률	2.8	5.2	6.8	2.5	5.4	6.8	-0.2	0.2	0.0		

자료: KDB대우증권 리서치센터

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	6,457	5,635	6,232	8,387
매출원가	5,410	5,215	5,594	7,461
매출총이익	1,047	421	638	926
판매비와관리비	208	198	198	198
조정영업이익	839	223	440	728
영업이익	842	233	440	728
비영업손익	-84	-56	-15	-12
순금융비용	131	120	95	92
관계기업등 투자손익	73	54	0	0
세전계속사업손익	758	177	425	716
계속사업법인세비용	215	31	85	143
계속사업이익	544	146	340	573
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	544	146	340	573
지배주주	506	143	338	571
비지배주주	38	2	2	2
총포괄이익	471	144	338	571
지배주주	434	141	335	568
비지배주주	37	3	3	3
EBITDA	994	340	572	865
FCF	287	-115	155	264
EBITDA마진율 (%)	15.4	6.0	9.2	10.3
영업이익률 (%)	13.0	4.1	7.1	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	2.5	5.4	6.8

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	2,058	1,445	1,495	2,035
현금 및 현금성자산	505	92	2	34
매출채권 및 기타채권	920	803	888	1,195
재고자산	582	508	561	755
기타유동자산	18	16	18	24
비유동자산	2,656	3,119	3,330	3,482
관계기업투자등	271	310	310	310
유형자산	1,922	2,323	2,448	2,517
무형자산	35	33	31	30
자산총계	4,714	4,564	4,825	5,516
유동부채	2,713	2,085	1,957	2,017
매입채무 및 기타채무	661	577	638	859
단기금융부채	1,936	1,407	1,207	1,007
기타유동부채	116	102	112	151
비유동부채	444	834	935	1,046
장기금융부채	367	761	857	965
기타비유동부채	58	53	58	61
부채총계	3,157	2,919	2,892	3,062
지배주주지분	1,448	1,532	1,818	2,336
자본금	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,123	1,411	1,932
비지배주주지분	109	112	115	118
자본총계	1,557	1,645	1,933	2,454

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	766	308	412	471
당기순이익	544	146	340	573
비현금수익비용가감	514	209	231	292
유형자산감가상각비	146	110	126	131
무형자산상각비	9	7	6	6
기타	-87	-2	80	80
영업활동으로인한자산및부채의변동	-196	-6	-74	-251
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-110	49	-85	-307
재고자산 감소(증가)	-130	82	-54	-194
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	57	-88	61	221
법인세납부	-95	-41	-85	-143
투자활동으로 인한 현금흐름	-218	-488	-251	-203
유형자산처분(취득)	-291	-515	-250	-200
무형자산감소(증가)	-4	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	57	1	0	0
기타투자활동	20	30	3	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-194	-232	-251	-235
장단기금융부채의 증가(감소)	-51	-42	-200	-200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-23	-56	-50	-50
기타재무활동	-119	-134	-98	-93
현금의증가	354	-413	-90	32
기초현금	151	505	92	2
기말현금	505	92	2	34

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	11.1	30.5	12.0	7.1
P/CF (x)	8.5	16.8	8.7	5.8
P/B (x)	3.9	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA (x)	7.2	18.4	10.4	6.8
EPS (원)	15,097	4,277	10,089	17,037
CFPS (원)	19,712	7,778	14,016	21,122
BPS (원)	43,373	45,956	54,542	70,065
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	11.1	34.7	14.7	8.7
배당수익률 (%)	1.2	1.5	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	30.3	-12.7	10.6	34.6
EBITDA증가율 (%)	40.0	-65.8	68.2	51.4
영업이익증가율 (%)	47.5	-72.4	89.1	65.5
EPS증가율 (%)	35.9	-71.7	135.9	68.9
매출채권 회전을 (회)	8.1	6.8	7.7	8.4
재고자산 회전을 (회)	12.5	10.4	11.7	12.7
매입채무 회전을 (회)	16.5	14.1	15.8	17.3
ROA (%)	12.3	3.1	7.3	11.1
ROE (%)	44.5	9.6	20.2	27.5
ROIC (%)	23.5	6.5	11.3	17.3
부채비율 (%)	202.8	177.5	149.6	124.8
유동비율 (%)	75.9	69.3	76.4	100.9
순차입금/자기자본 (%)	113.3	124.6	105.3	77.9
영업이익/금융비용 (x)	6.0	1.8	4.5	7.8

자료: 금호석유, KDB대우증권 리서치센터 예상