

금호석유(011780)

Above

In line

Below

중립(유지)

밸류에이션 고평가된 가운데 어닝쇼크

Stock Data

KOSPI(2/2)	2,071
주가(2/2)	85,100
시가총액(십억원)	2,593
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	92,300/51,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,581
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.0/21.0
주요주주(%)	박찬구 외 6인 24.6
	국민연금 12.6

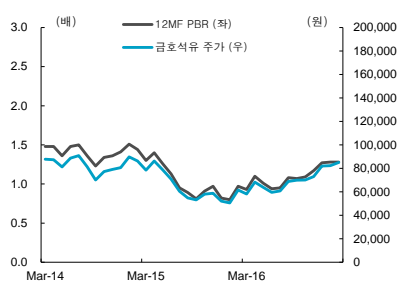
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	12.2	31.2	15.9
PBR(x)	1.1	1.7	1.6
ROE(%)	7.6	4.6	8.8
DY(%)	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	10.6	12.7	11.0
EPS(원)	4,257	2,628	5,355
BPS(원)	47,677	49,281	53,000

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.4)	38.1	55.0
상대주가(%p)	(2.6)	35.6	46.4

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new: 4분기 어닝 쇼크

금호석유의 4분기 영업이익은 전분기 대비 9% 감소한 213억원으로, 추정치와 컨센서스를 각각 15%, 22% 하회했다. 합성고무와 폐놀 등 주요 사업부문의 영업손실이 실적 둔화의 배경이다. 4분기 매출에서 이들 사업부가 차지하는 비중은 62%다. 금호석유는 4분기 284억원의 순손실을 기록해, bottom line 또한 추정치를 큰 폭으로 하회했다. 330억원의 환손실뿐 아니라, 대우건설 주가하락으로 평가손실이 발생했기 때문이다. 주요 제품 마진이 축소돼 실적 하락 리스크가 커졌다는 점을 감안해 금호석유에 대한 중립 의견을 유지한다.

Positives: 에너지 부문 실적 대폭 개선

4분기 에너지 부문 실적은 전분기 대비 67% 개선되며 추정치를 11% 상회했다. 계절적으로 수요가 강세인데다가, 금호석유의 합성고무 설비 가동률 상승으로 인한 에너지부문 마진 확대가 실적 개선을 이끈 것으로 보인다. 그러나 원재료 비용 상승으로 심각하게 훼손된 합성고무 마진을 감안하면, 합성고무 설비 가동률 지속 여부에 대한 확신은 다소 힘들어 보인다.

Negatives: 타 사업부문 마진 축소 심화

합성고무, 폐놀수지 사업 모두 4분기 영업손실을 기록했을 뿐만 아니라, 합성고무 다음으로 매출 기여도가 높은 합성수지 사업의 영업이익 또한 추정치를 10%가량 하회하며 전분기와 유사한 수준에 그쳤다. 4분기 ABS 및 PS의 1개월 후행 기준 스프레드는 각각 전분기 대비 15%, 21% 개선된 데 비해, 상대적으로 부진한 4분기 실적은 원가 부담이 심화됐음을 시사한다. 원재료 가격 부담은 더욱 심화되고 있으며, 2017년 현재까지 합성고무의 마진은 심각하게 악화된 상태다. 현재로서는 주요 원재료인 부타디엔 가격이 합성고무 가격보다 높아, 1분기 실적이 더욱 악화될 가능성이 커지고 있다.

결론: 펀더멘털과 주가의 괴리 크다

작년 실적으로 볼 때, 합성고무 시황에 대한 시장의 낙관적 전망은 잘못된 것임이 증명됐다. 현재 마진이 크게 축소되고 있다는 점을 고려하면 올 해 전망은 어두울 것으로 보여, 금호석유에 대해 차익 실현이 필요한 시기로 보인다. 합성고무의 공급과잉을 감안할 때, 실적 반등에 대한 기대를 갖기엔 다소 이른 것으로 판단된다. 원재료 가격이 폭등하고 있어, 추정치와 컨센서스 모두 하향 조정될 가능성이 높은 상황이다. 2월까지 합성고무 판가를 12월 평균 수출 가격 대비 80~90% 가량 높이지 못할 경우, 합성고무 부문은 영업손실을 벗어나기 힘들 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,082	1,096	1.3	1,072	10.2	25.8	4,884	4,820
영업이익	25	21	(15)	27	(9.2)	NM	197	252
영업이익률	2.3	1.9	(0.4)	2.5	(0.4)	2.0	4.0	5.2
세전이익	32	(29)	NM	25	NM	NM	208	251
순이익	23	(28)	NM	20	NM	NM	147	186

이도연 3276-6162
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 금호석유: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017F
매출액	872	1,012	994	1,096	1,212	1,207	1,249	1,216	3,974	4,884
영업이익	46	65	23	21	31	44	58	65	156	197
영업이익률 (%)	5.3	6.5	2.4	1.9	2.6	3.7	4.6	5.3	3.9	4.0
순이익	38	45	18	(29)	26	32	42	47	72	147
증가율 (% YoY)										
매출액	(14.6)	(6.3)	3.2	25.8	39.1	19.3	25.6	11.0	1.0	22.9
영업이익	(16.1)	2.0	(47.9)	NM	(32.9)	(32.5)	145.3	203.7	(4.6)	26.2
순이익	(7.8)	(8.5)	(33.3)	NM	(31.3)	(29.0)	134.4	NM	(39.1)	102.9
증가율 (% QoQ)										
매출액	0.0	16.1	(1.7)	10.2	10.6	(0.4)	3.5	(2.6)		
영업이익	NM	41.2	(64.1)	(9.2)	45.9	42.1	30.4	12.4		
순이익	2,351.3	17.6	(60.4)	NM	NM	21.6	30.8	12.6		
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)					49 (36.4)	61 (27.8)	67 (14.7)	66 (2.3)		252 (21.8)
KIS 추정 영업이익 변화 (%)					(11.5)	(8.0)	1.3	(0.2)		(3.6)

주: 순이익은 지배주주지분 순이익 기준

자료: 금호석유, 블룸버그, 한국투자증권

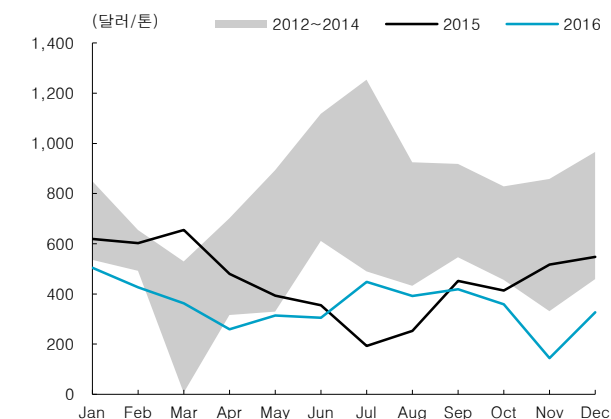
<표 2> 금호석유: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017F
매출액	872	1,012	994	1,093	1,212	1,207	1,249	1,216	3,974	4,884
합성고무	347	388	379	445	502	455	454	442	1,559	1,852
수지	257	272	248	260	270	287	305	284	1,036	1,146
특수화학	29	29	31	33	34	36	38	39	122	147
BPA, 페놀, 에폭시	160	223	241	235	250	273	295	295	860	1,114
에너지/기타	79	100	96	120	156	156	156	157	394	624
영업이익	46	65	23	21	31	44	58	65	156	197
합성고무	14	23	0	(5)	2	9	16	25	32	53
수지	15	11	5	5	6	8	9	7	36	30
특수화학	1	1	1	2	2	1	2	2	5	6
BPA, 페놀, 에폭시	(2)	13	5	(1)	1	2	5	5	15	14
에너지/기타	18	17	12	20	20	23	26	26	67	95
영업이익률(%)	5.3	6.5	2.4	1.9	2.6	3.7	4.6	5.3	3.9	4.0
합성고무	4.0	6.0	0.1	(1.1)	0.5	2.0	3.6	5.7	2.1	2.9
수지	5.9	4.0	2.0	2.0	2.4	2.8	2.8	2.5	3.5	2.6
특수화학	3.9	3.9	3.9	5.5	4.7	4.0	4.0	3.9	4.3	4.1
BPA, 페놀, 에폭시	(1.0)	6.0	2.0	(0.5)	0.4	0.9	1.8	1.8	1.8	1.2
에너지/기타	22.5	16.8	12.7	17.1	12.6	14.9	16.7	16.4	17.0	15.2

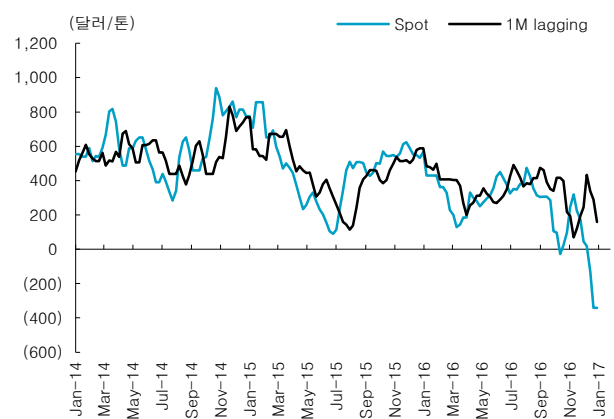
자료: 금호석유, 한국투자증권

[그림 1] BR 1개월 후행 스프레드 추이



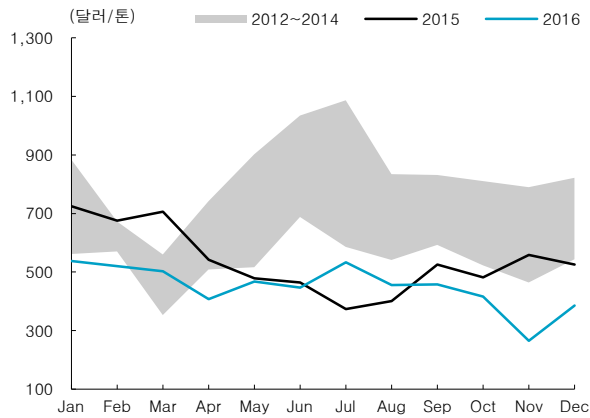
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 2] BR 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



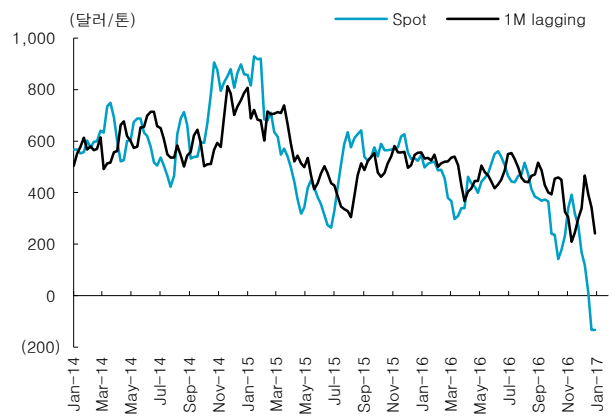
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3] SBR 1개월 후행 스프레드 추이



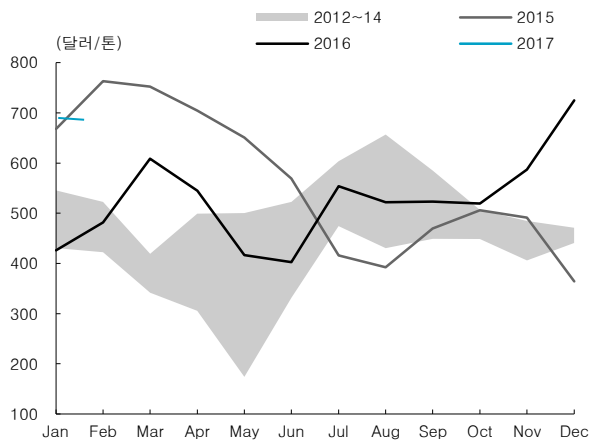
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 4] SBR 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



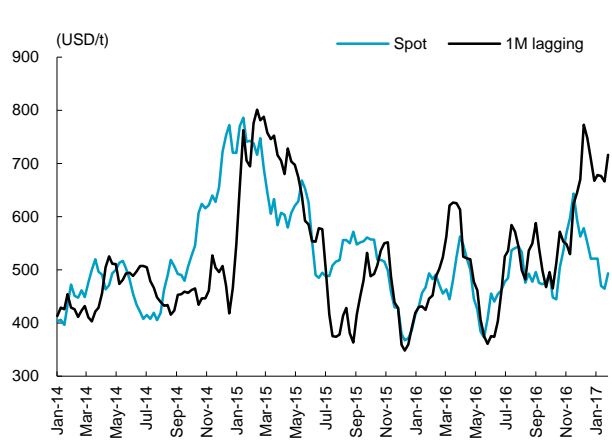
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 5] ABS 1개월 후행 스프레드 추이



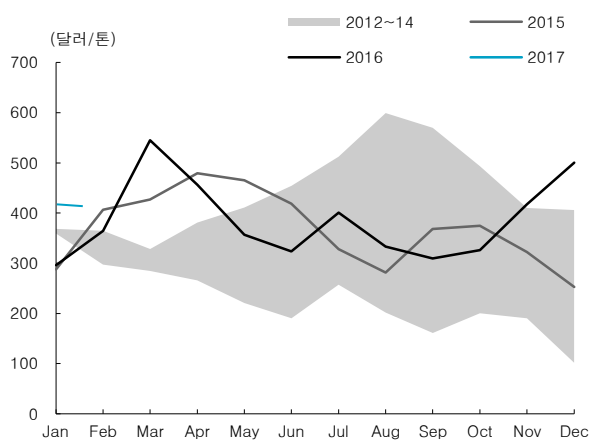
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 6] ABS 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



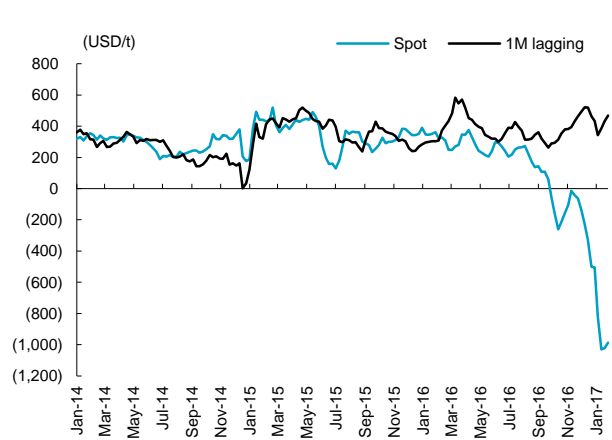
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 7] PS 1개월 후행 스프레드 추이



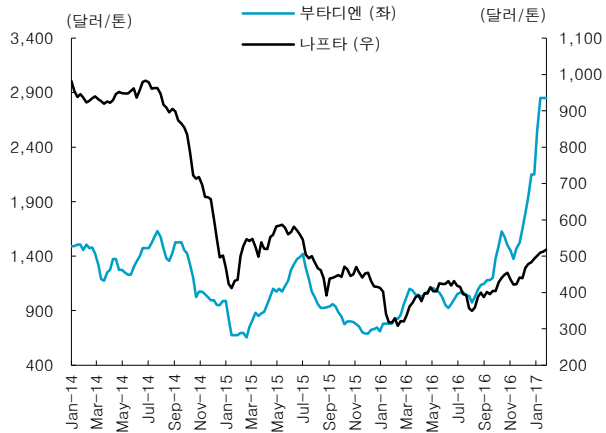
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 8] PS 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



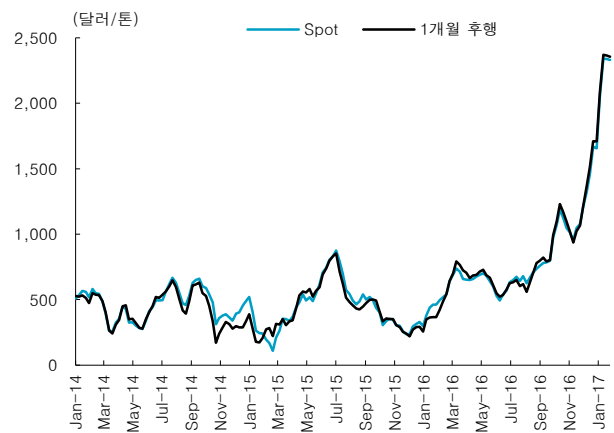
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 9] 부타디엔, 나프타 가격 추이



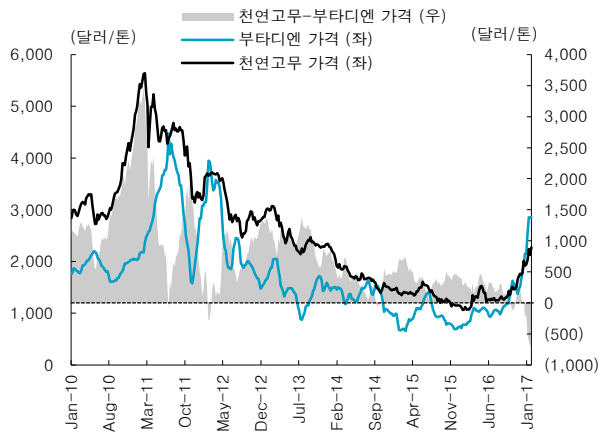
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 10] 부타디엔 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



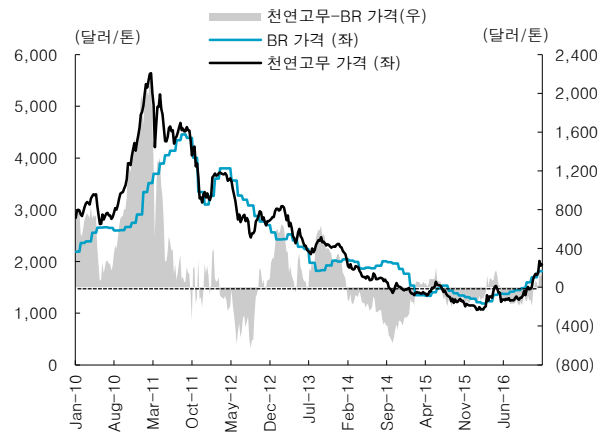
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 11] 부타디엔 vs. 천연고무 가격



자료: 씨스캠, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 12] BR vs. 천연고무 가격



자료: KITA, 블룸버그, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,401	968	1,164	1,283	1,352
현금성자산	214	47	107	129	137
매출채권및기타채권	627	471	487	540	569
재고자산	529	395	456	489	514
비유동자산	3,036	3,243	3,396	3,438	3,479
투자자산	713	667	645	645	645
유형자산	2,261	2,506	2,681	2,719	2,758
무형자산	16	16	20	23	25
자산총계	4,437	4,211	4,560	4,721	4,831
유동부채	1,739	1,541	1,862	1,529	1,564
매입채무및기타채무	530	485	618	670	706
단기차입금및단기사채	731	697	744	744	744
유동성장기부채	446	335	500	115	115
비유동부채	1,056	1,006	976	1,346	1,236
사채	472	354	302	672	562
장기차입금및금융부채	502	530	542	542	542
부채총계	2,796	2,547	2,838	2,875	2,800
지배주주지분	1,559	1,556	1,610	1,735	1,919
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	265	268	266	266	266
기타자본	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
이익잉여금	1,103	1,146	1,200	1,325	1,509
비지배주주지분	82	107	112	112	112
자본총계	1,642	1,664	1,722	1,846	2,031

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	320	483	242	309	393
당기순이익	88	122	80	157	220
유형자산감가상각비	175	174	205	227	227
무형자산상각비	3	2	3	3	3
자산부채변동	12	217	(32)	(46)	(26)
기타	42	(32)	(14)	(32)	(31)
투자활동현금흐름	(231)	(391)	(326)	(239)	(239)
유형자산투자	(254)	(390)	(380)	(266)	(266)
유형자산매각	1	1	0	0	0
투자자산순증	22	(2)	51	33	33
무형자산순증	0	(2)	(7)	(6)	(6)
기타	0	2	10	0	0
재무활동현금흐름	42	(258)	144	(47)	(146)
자본의증가	0	0	(1)	0	0
차입금의순증	84	(217)	170	(15)	(110)
배당금지급	(42)	(42)	(22)	(22)	(22)
기타	0	1	(3)	(10)	(14)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	130	(166)	60	22	7

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	4,766	3,935	3,974	4,884	5,202
매출원가	4,419	3,601	3,653	4,506	4,725
매출총이익	347	334	320	378	478
판매관리비	162	170	164	181	193
영업이익	185	164	156	197	284
금융수익	41	42	77	18	12
이자수익	4	4	2	2	2
금융비용	123	110	113	69	66
이자비용	68	51	61	69	66
기타영업외손익	2	30	(38)	29	29
관계기업관련손익	12	43	29	33	33
세전계속사업이익	117	170	111	208	293
법인세비용	29	48	31	51	72
연결당기순이익	88	122	80	157	220
지배주주지분순이익	93	119	72	147	207
기타포괄이익	35	(64)	1	0	0
총포괄이익	124	58	80	157	220
지배주주지분포괄이익	127	56	73	147	207
EBITDA	362	340	365	428	515

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,334	4,257	2,628	5,355	7,545
BPS	47,764	47,677	49,281	53,000	58,507
DPS	1,500	800	800	800	800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(7.1)	(17.4)	1.0	22.9	6.5
영업이익증가율	37.7	(11.3)	(4.6)	26.2	44.0
순이익증가율	NM	27.6	(39.1)	102.9	40.7
EPS증가율	NM	27.7	(38.3)	103.8	40.9
EBITDA증가율	17.4	(6.2)	7.3	17.3	20.4
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.2	3.9	4.0	5.5
순이익률	2.0	3.0	1.8	3.0	4.0
EBITDA Margin	7.6	8.6	9.2	8.8	9.9
ROA	2.0	2.8	1.8	3.4	4.6
ROE	6.1	7.6	4.6	8.8	11.3
배당수익률	1.9	1.5	1.0	0.9	0.9
배당성향	45.1	18.9	31.0	15.3	10.9
안정성					
순차입금(십억원)	1,922	1,858	1,979	1,941	1,823
차입금/자본총계비율(%)	131.0	115.2	121.2	112.1	96.5
Valuation(X)					
PER	24.2	12.2	31.2	15.9	11.3
PBR	1.7	1.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.5	10.6	12.7	11.0	8.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
금호석유(011780)	2015.05.12	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 2일 현재 금호석유 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.